



*Dipartimento di Impresa e
Management*

*Cattedra di Finanza
Aziendale Avanzata*

La valutazione delle aziende in crisi

RELATORE

Prof. Marco Vulpiani

CANDIDATO

Alice Capelli
Matricola 690831

CORRELATORE

Prof. Luigi Gubitosi

ANNO ACCADEMICO 2017-2018

*A nonno Gilberto,
per aver creduto in me.*

Indice	
Indice	3
Premessa e obiettivi	6
1. Recenti evoluzioni del contesto di riferimento	8
1.1 <i>Il contesto di mercato</i>	8
1.2 <i>Il Framework della prassi valutativa</i>	14
2. Declinazione delle casistiche di crisi aziendale	16
2.1 <i>La definizione delle fasi della crisi</i>	17
2.2 <i>Gli “stadi” della crisi aziendale</i>	18
2.2.1 <i>Azienda in disequilibrio economico-finanziario</i>	18
2.2.2 <i>Azienda in stato di crisi “reversibile”</i>	19
2.2.3 <i>Azienda in stato di crisi “irreversibile”</i>	20
2.3 <i>Le metodologie per l’individuazione e la prevenzione dello stato di crisi</i>	21
2.3.1 <i>Focus sul modello predittivo di Altman</i>	21
2.3.2 <i>Focus sul modello predittivo di Ohlson</i>	23
2.4 <i>La declinazione dello status di “going concern”</i>	24
2.5 <i>Mancanza del requisito del “going concern”</i>	26
2.5.1 <i>Le soluzioni stragiudiziali in risposta alla crisi</i>	26
2.5.2 <i>Le soluzioni giudiziali in risposta alla crisi</i>	27
2.6 <i>I costi diretti e indiretti di una situazione di crisi aziendale</i>	30
2.6.1 <i>I costi diretti</i>	30
2.6.2 <i>I costi indiretti</i>	31
2.7 <i>Le possibili configurazioni di valore</i>	33
3. Ambiti di applicabilità dei metodi di valutazione	36
3.1 <i>Variabili chiave nel processo valutativo</i>	36
3.2 <i>I metodi di valutazione</i>	37
3.2.1 <i>Il metodo del Discounted Cash Flow</i>	38
3.2.1.1 <i>Key inputs per la stima del DCF</i>	39
3.2.2 <i>Il metodo dell’Adjusted Present Value</i>	42

3.2.3 Il metodo del Changing Capital Structure.....	44
3.2.4 Il metodo patrimoniale	46
3.2.5 Il metodo misto patrimoniale-reddituale	47
3.2.6 Il metodo dell'Option Value	48
3.3 I metodi di valutazione a confronto: pro e contro	50
3.3.1 Focus sul Discounted Cash Flow	51
3.3.2 Focus sull'Adjusted Present Value	52
3.3.3 Focus sul Changing Capital Structure	52
3.3.4 Focus sul metodo patrimoniale.....	53
3.3.5 Focus sull'Option Value	53
3.3.6 Focus sui metodi di mercato.....	53
4. Case studies	55
4.1 Azienda in disequilibrio economico-finanziario.....	55
4.1.1 Case study società Alfa.....	55
4.1.2 Probabilità di fallimento di Alfa.....	59
4.1.3 Scelta del metodo di valutazione della società Alfa	60
4.1.4 Applicazione delle metodologie valutative	61
4.1.4.1 Applicazione del metodo del DCF.....	61
4.1.4.2 Applicazione del metodo dell'Adjusted Present Value	65
4.1.4.3 Applicazione del metodo del Changing Capital Structure	67
4.1.4.4 Confronto delle valorizzazioni ottenute dall'applicazione del DCF e dell'APV.....	69
4.1.4.5 Considerazioni di sintesi.....	70
4.2. Azienda in stato di crisi reversibile	70
4.2.1 Case study società Beta	70
4.2.2 Probabilità di fallimento di Beta	75
4.2.3 Scelta del metodo di valutazione della società Beta.....	75
4.2.4 Applicazione della metodologia analitica del metodo misto patrimoniale-reddituale.....	77
4.3. Azienda in stato di crisi irreversibile.....	80
4.3.1 Case study società Gamma.....	80

<i>4.3.2 Probabilità di fallimento di Gamma</i>	84
<i>4.3.3 Scelta del metodo di valutazione della società Gamma</i>	85
<i>4.3.4 Applicazione della metodologia analitica del metodo patrimoniale con costi di “liquidazione”</i>	86
<i>4.4 Considerazioni di sintesi</i>	87
Bibliografia	89
Sitografia	90
Sintesi per la commissione	91

Premessa e obiettivi

Il presente elaborato si pone l'obiettivo di declinare e analizzare i principali metodi per la valutazione delle aziende in crisi, individuando le condizioni di applicabilità e i criteri in relazione ai quali scegliere il metodo più adatto da applicare per la valutazione di un'azienda che versa in uno stato di crisi.

Tuttavia, nella stesura del documento, si è tenuto conto che non esistono metodi universalmente riconosciuti come più adatti, in quanto la scelta dipende dalle specifiche caratteristiche della società *target* oggetto di analisi.

Il contesto di crisi di una determinata azienda richiede, infatti, all'esperto professionista che si deve esprimere con un giudizio valutativo indipendente e sostenibile, l'adozione di peculiari accortezze per l'adempimento della propria attività.

In particolare, l'attività valutativa di un'azienda in crisi rappresenta un mezzo di rilevante importanza per molte finalità declinate nel seguito:

- Supportare le scelte decisionali del *top management* interessato a valutare una prosecuzione dell'attività imprenditoriale o, viceversa, avviare l'*iter* per il processo liquidatorio
- Rappresentare lo strumento di confronto tra diverse ipotesi strategiche evolutive per un'azienda in crisi
- Supportare coloro che guidano un percorso di liquidazione nella corretta valutazione dei cespiti dell'azienda, a beneficio dei creditori
- Supportare l'analisi di confronto tra il reale valore di mercato dell'attivo di un'azienda in liquidazione e le richieste avanzate dai creditori della stessa
- Supportare le scelte decisionali dei diversi *stakeholder* esterni coinvolti, quali gli organi coinvolti nella procedura fallimentare, i creditori dell'azienda, etc.

Più specificatamente, nel capitolo 1 – “Recenti evoluzioni del contesto di riferimento” –, si propone una disanima del contesto macroeconomico di riferimento che ha risentito della congiuntura sfavorevole di una delle più grandi crisi economico-finanziarie della storia recente e che ha provocato la nascita di tensioni nelle posizioni patrimoniali e finanziarie sia delle imprese che degli istituti finanziari. Si vedrà come nell'ultimo decennio, solo in Italia, i fallimenti delle imprese siano stati circa 110.000¹, geograficamente distribuiti in modo coerente con le peculiarità del tessuto industriale italiano (i.e. numero di imprese fallite più elevato nelle aree a più elevata concentrazione di imprese).

Nel capitolo successivo, – “Declinazione delle casistiche di crisi aziendale” –, si propone una disanima dello stato della crisi aziendale, anche sulla base di quanto emerso dalla letteratura prevalente. Si analizza, in particolare, la declinazione delle principali fasi della crisi (i.e. incubazione, maturazione, insolvenza, dissesto), i diversi casi studio in relazione allo status di crisi aziendale (i.e. azienda in disequilibrio

¹ Fonte: Cribis “Osservatorio crediti alle imprese” 2009 - 2017

economico-finanziario, azienda in crisi “reversibile” e azienda in crisi “irreversibile”), le metodologie per l’individuazione e la prevenzione di uno stato di crisi sulla base dei metodi prevalentemente riconosciuti dalla dottrina e la prassi professionale (i.e. metodi intuitivi, metodi basati su indicatori di bilancio e metodi empirico-previsionali, con particolare *focus* sui metodi di Altman e di Ohlson), l’analisi dei requisiti funzionali alla determinazione del “*going concern*” e, in caso di mancata attestazione di tale requisito, le possibili soluzioni giudiziali e stragiudiziali alla crisi.

Nel capitolo 3 – “Ambiti di applicabilità dei metodi di valutazione” –, si propone un’analisi delle variabili chiave nel processo valutativo (i.e. studio dello stato di crisi, ivi incluse le cause principali e lo stadio all’interno del quale si trova l’azienda) e dei principali metodi riconosciuti dalla dottrina e dalla prassi professionale per la valutazione delle aziende in crisi (i.e. metodo *Discounted Cash Flow*, metodo *Adjusted Present Value*, metodo *Changing Capital Structure*, metodo patrimoniale, metodo misto, metodi di mercato, metodo *Option Value*), ivi inclusi i principali pro e contro derivanti dalla loro applicabilità.

Per concludere, nel capitolo “*Case studies*”, si propone un’applicazione pratica a casi aziendali “verosimili” delle metodologie valutative descritte nel capitolo 3, coerentemente con lo status della crisi in cui riversa l’azienda specifica e conseguenti ad una stima circa l’attendibilità e la ragionevolezza delle stime e delle strategie di risanamento ipotizzate dal *management* delle aziende descritte (cfr. capitolo 2). In particolare, vengono descritti tre *case studies* di aziende operanti in settori differenti (i.e. *provider* di sistemi informativi, editoria di pregio, costruzioni) e con diversi livelli di crisi. Tali *business case* sono stati strutturati sulla base di *business model* e contesto di mercato propri di aziende effettivamente operanti sul mercato allo stato attuale (cfr. capitolo 4); tuttavia, la declinazione dello stato di crisi, ivi incluse le motivazioni e lo *status* della crisi, i *key financials* storici e prospettici e le strategie di risanamento proposte dal *management* sono stati elaborati in forma casuale, con il solo obiettivo di rendere i tre casi di studio “verosimili” dato il settore di *business* presidiato, le possibili motivazioni alla base della crisi e le consistenze economico-patrimoniali (prese in considerazione solo come ordine di grandezza).

1. Recenti evoluzioni del contesto di riferimento

1.1 Il contesto di mercato

Il contesto macroeconomico di riferimento attuale ha risentito della congiuntura sfavorevole di una delle più grandi crisi economico - finanziarie della storia, scaturita a partire dal 2008 a seguito del “*crack Lehman*” che, oltre a determinare un rallentamento, e spesso uno stallo dei principali indicatori economico – finanziari, ha provocato la nascita di tensioni nelle posizioni patrimoniali e finanziarie sia delle imprese che degli istituti finanziari. A livello mondiale si è registrato un indebolimento delle attività, pur con diversi gradi di intensità tra paesi avanzati e paesi in via di sviluppo, con il commercio internazionale che ha subito una decrescita in molti esercizi nell’ultimo decennio.

In particolare, gli effetti di tale congiuntura sfavorevole si sono ben presto replicati da un contesto internazionale e da fondamentali di natura finanziaria agli indicatori di economia reale nel contesto nazionale (i.e. PIL e le sue componenti come consumi privati, investimenti e spesa pubblica e tassi di produttività oltre che indicatori quali tasso di disoccupazione).

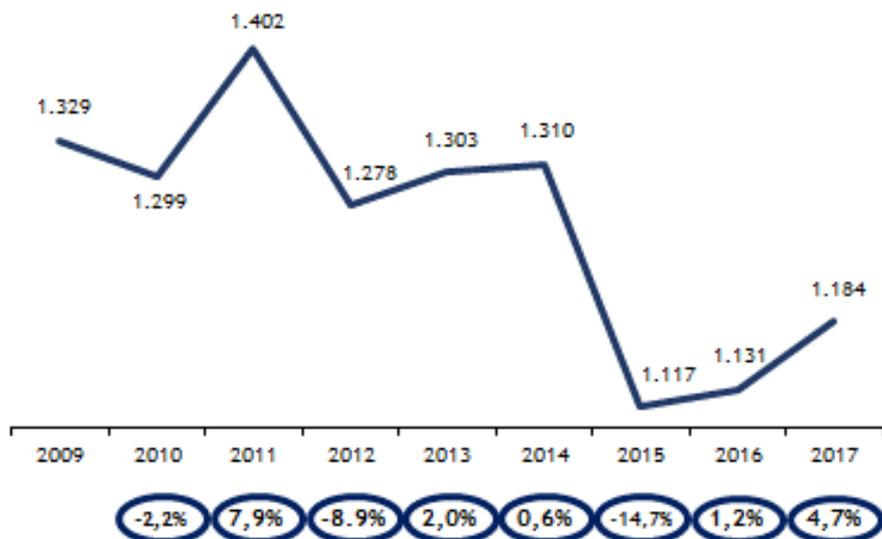
Grafico 1 - Evoluzione del PIL reale 2009 - 2017 (Variazione YoY), Italia²



A partire dal 2009 la dinamica del PIL italiano ha mostrato segnali chiari di debolezza strutturale dei propri fondamentali, avendo registrato delle decrescite in diversi anni (i.e. -5,5% nel 2009, -2,9% nel 2012, -1,7% nel 2013) o delle crescite molto limitate e non paragonabili con i livelli di crescita dell'economia reale registrati nel contesto “*pre-crisi*”. La dinamica è principalmente spiegata da una debolezza della domanda per investimenti e consumi privati, come meglio declinato nel seguito (cfr. Grafico 2), che ha risentito di condizioni finanziarie estremamente volatili e oggetto di tensione negli esercizi analizzati, in parte compensata da un costante sostegno al prodotto nazionale lordo derivante dal saldo della bilancia commerciale, trainato dalle esportazioni, principalmente *extra* Unione Europea.

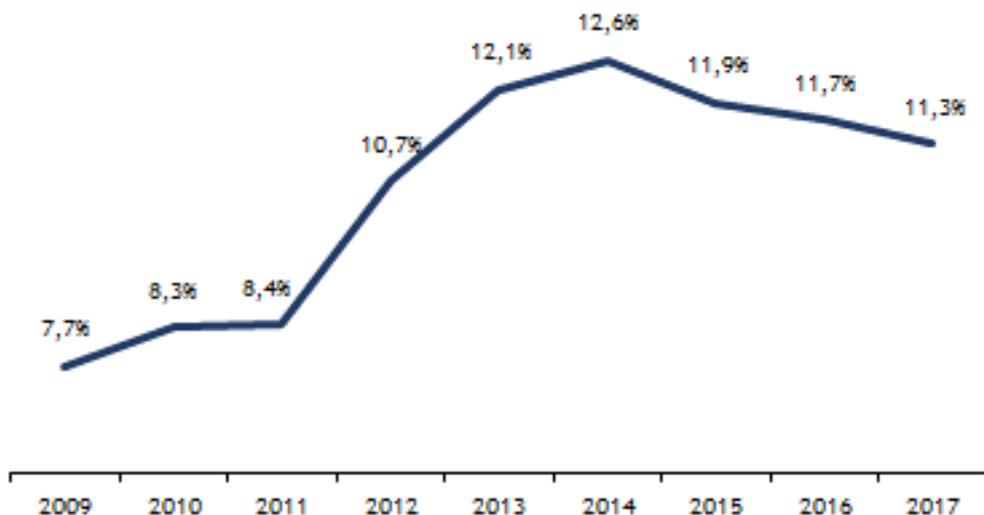
² Fonte: Cribis “Osservatorio crediti alle imprese” 2009 - 2017

Grafico 2 - Evoluzione dei livelli nominali di consumi privati (US miliardi), Italia³



L'andamento del PIL è stato, come detto, principalmente inficiato dalla dinamica dei livelli nominali di consumi privati, che hanno registrato una costante dinamica decrescente e una riduzione dello *stock* pari a circa l'11% nell'orizzonte temporale considerato, nonostante un'inversione del *trend* rilevata nell'ultimo biennio (+1,2% nel 2016 e +4,7% nel 2017) che ha solo in parte attenuato la decrescita degli esercizi precedenti.

Grafico 3 - Evoluzione del tasso di disoccupazione 2009 – 2017, Italia³



Nel medesimo orizzonte temporale, il deterioramento delle condizioni economiche del contesto di riferimento italiano ha prodotto un significativo incremento del tasso di disoccupazione, che è passato da un

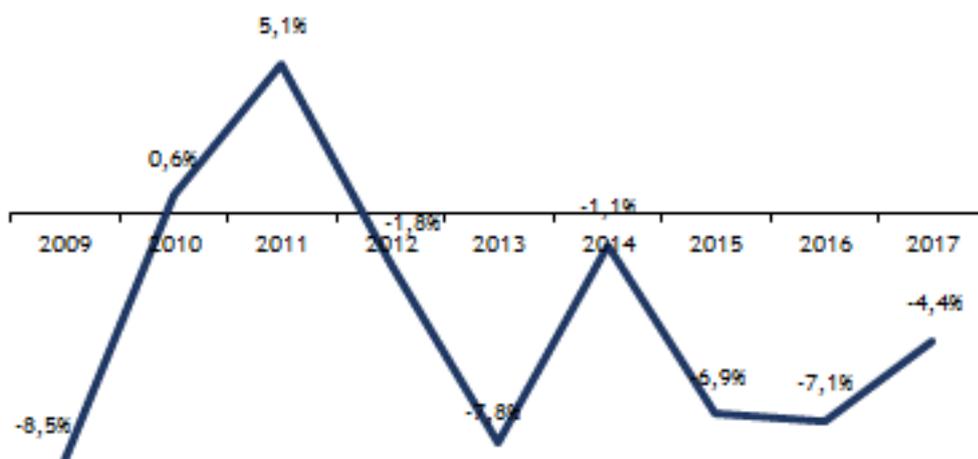
³ Fonte: EIU "Market Intelligence" 2009 - 2017

livello pari al 7,7% nel 2009 ad un livello pari al 11,3% nel 2017, dopo aver toccato il picco massimo nel 2014 con un livello pari al 12,6%.

Tale contesto sfavorevole nell'economia reale del paese, come rappresentato dagli indicatori sopra esposti, ha determinato un fenomeno rilevante di stretta creditizia, c.d. "*credit crunch*", da parte degli istituti finanziari, specialmente per quanto concerne l'erogazione di prestiti verso le piccole - medio imprese, operatori economici che caratterizzano il tessuto industriale del paese. Tale fenomeno è principalmente riconducibile ai vincoli patrimoniali sempre più stringenti per gli istituti di credito che con l'inasprirsi delle condizioni economiche hanno, da un lato, visto sui propri bilanci un progressivo deterioramento della qualità dei propri portafogli di impieghi e, dell'altro, hanno ridotto i flussi di prestiti verso tali operatori. Tale riduzione si spiega principalmente in virtù della difficoltà di attribuire coefficienti di *rating* a controparti senza un solido *track-record*, sprovviste di piani industriali con fondamentali sostenibili e senza delle solide garanzie sottostanti, tutti elementi che tipicamente caratterizzano gran parte delle piccole-medio imprese italiane.

In particolare, gli *stock* di prestiti alle società non finanziarie hanno registrato una sostanziale e progressiva riduzione nell'orizzonte temporale considerato, sia per quanto concerne i prestiti con una *duration* di breve termine inferiore a un anno, sia per quelli caratterizzati da un orizzonte temporale a medio – lungo termine (*duration* superiore a un anno). Ad eccezione degli esercizi 2010 e 2011, infatti, la variazione annua dell'erogazione di crediti di breve termine alle società non finanziarie ha sempre registrato delle variazioni negative (con picchi nel 2013, pari a -7,8% e nel 2016, pari a -7,1%), in virtù principalmente, come detto, di criteri adottati per la concessione di finanziamenti sempre più stringenti.

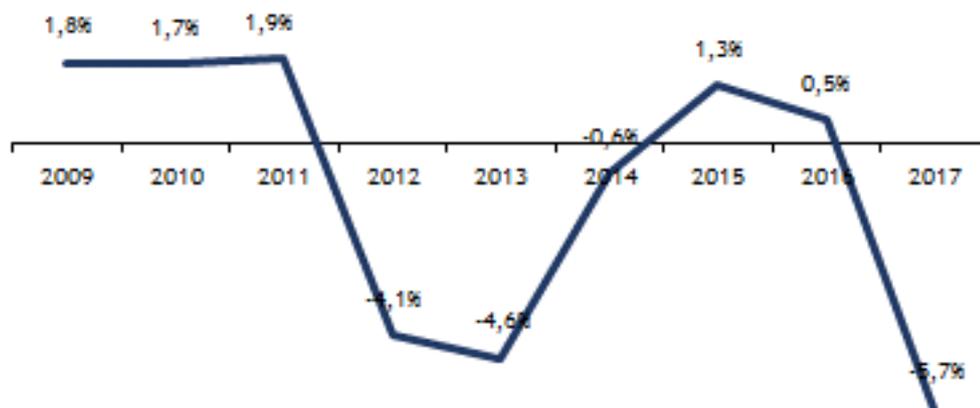
Grafico 4 - Variazione percentuale annua dei prestiti a società non finanziarie nel breve termine, 2009 – 2017, Italia⁴



⁴ Fonte: EIU "Market Intelligence" 2009 - 2017

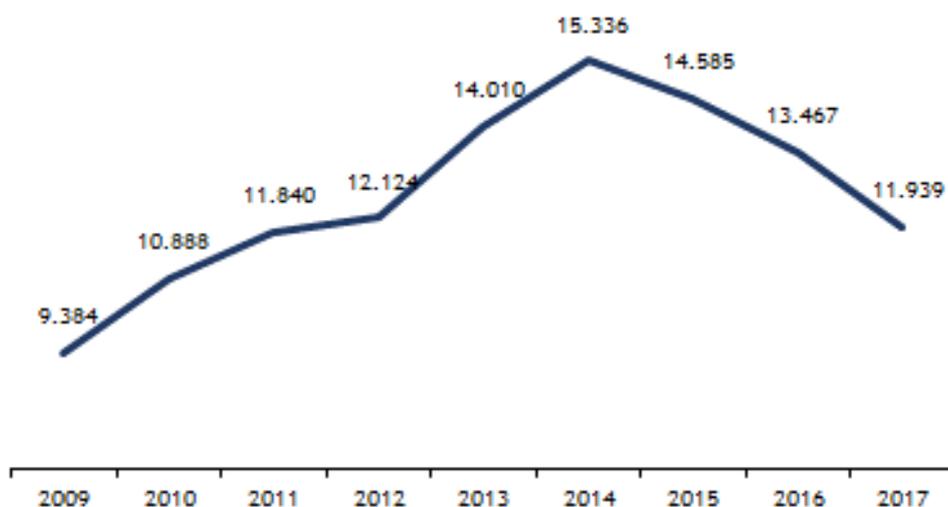
Anche la variazione annua dei crediti di medio-lungo termine, pur con dinamiche meno peggiorative di quelle registrate dalla dinamica degli stock di crediti a breve termine, ha registrato un trend sostanzialmente decrescente nell'orizzonte temporale considerato.

Grafico 5 - Variazione percentuale annua dei prestiti a società non finanziarie nel medio-lungo termine, 2009–2017, Italia⁵



Il perdurare della congiuntura sfavorevole delle condizioni macroeconomiche, e più in particolare una rilevante riduzione dei consumi interni, degli investimenti e della spesa pubblica, combinata con un sempre più difficile accesso al credito specialmente per le piccole - medio imprese, come sopra descritto, ha determinato un rilevante incremento del numero dei fallimenti delle imprese in Italia.

Grafico 6 - Numero di fallimenti in Italia 2009 – 2017, Italia⁶



⁵ Fonte: Prometeia "Previsione dei bilanci bancari" 2009 - 2017

⁶ Fonte: Cribis "Osservatorio crediti alle imprese" 2009 - 2017

Nell'orizzonte temporale analizzato, 2009 - 2017, sono stati circa 110.000 i fallimenti di imprese in Italia, con un picco rilevato nel triennio 2013 - 2015 con circa 44.000 casi di imprese fallite.

La dinamica dei fallimenti sul territorio italiano risulta coerente con le peculiarità del tessuto industriale in Italia, con il numero di imprese fallite più elevato nelle aree a più elevata concentrazione di imprese (cfr. Grafico 7).

Circa il 60% delle imprese fallite nel 2017 risulta operante in cinque regioni: Lombardia (21,1%), Lazio (12,8%), Veneto (8,5%), Campania (8,4%) e Toscana (8,0%). L'incidenza delle imprese fallite rimane sostanzialmente analoga se si considera il numero di fallimenti cumulato rilevato nell'orizzonte temporale 2009 – 2017.

Grafico 7 – Totale numero di fallimenti per regione – 2017, Italia⁷

Regione	Totale numero fallimenti in Italia	Incidenza su totale Italia	Totale fallimenti da 01/01/2009
Lombardia	2.514	21,10%	24.756
Lazio	1.531	12,80%	12.392
Veneto	1.014	8,50%	10.289
Campania	1.003	8,40%	9.318
Toscana	954	8,00%	8.491
Emilia-Romagna	912	7,60%	8.537
Sicilia	745	6,20%	6.466
Piemonte	714	6,00%	7.964
Puglia	569	4,80%	5.292
Marche	347	2,90%	3.845
Sardegna	267	2,20%	2.223
Calabria	255	2,10%	2.499
Abruzzo	255	2,10%	2.563
Liguria	238	2,00%	2.349
Umbria	194	1,60%	1.905
Trentino Alto Adige	158	1,30%	1.443
Friuli Venezia Giulia	157	1,30%	2.210
Basilicata	43	0,40%	496
Molise	48	0,40%	408
Aosta	21	0,20%	127

Per quanto concerne la distribuzione delle imprese fallite per settore merceologico, il maggior numero di fallimenti viene storicamente rilevato nel commercio, con 3.901 fallimenti nel 2017, a seguire 2.807 imprese fallite operanti nel settore dei servizi e 2.209 imprese fallite operanti nel settore industriale.

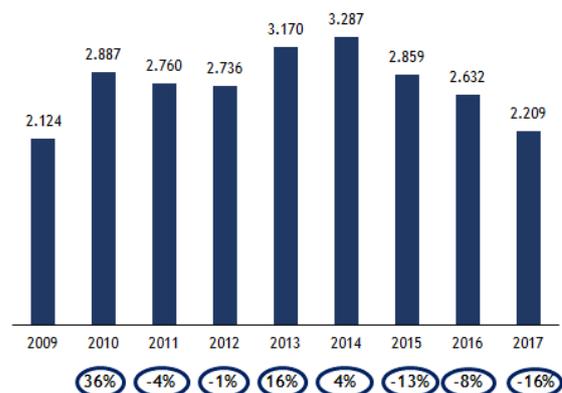
⁷ Fonte: Cribis "Osservatorio crediti alle imprese" 2009 - 2017

Grafico 8 – Fallimenti per settore merceologico, 2017, Italia⁸

Fallimenti in Italia nel settore commerciale, 2017



Fallimenti in Italia nel settore industriale, 2017



Fallimenti in Italia nel settore dei servizi, 2017



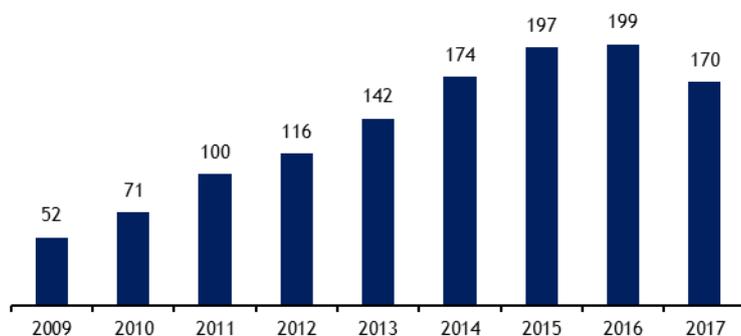
Fallimenti in Italia nel settore dell'edilizia, 2017



La stretta interdipendenza esistente tra l'inasprirsi della qualità degli attivi degli istituti di credito e il deterioramento delle condizioni dell'economia reale che ha portato al fallimento di numerose imprese, specialmente medio-piccole, si evince anche dall'analisi della dinamica delle sofferenze bancarie. Nell'orizzonte temporale considerato, infatti, le sofferenze degli istituti di credito (ivi incluse quelle derivanti da controparti *retail*) hanno registrato un costante incremento, con un picco registrato nel 2016 con circa €200 miliardi di *stock*, salvo poi registrare un'inversione del *trend* nel 2017 e anche durante l'esercizio 2018 (principalmente per effetto delle cessioni di portafogli avvenute in tale esercizio). Dall'analisi di tale dinamica, emerge come la qualità del credito sia stata fortemente condizionata dalle condizioni dell'economia reale, e viceversa. L'inversione del *trend* registrata nell'ultimo biennio lascia intendere come, verosimilmente, gli istituti di credito potrebbero, con un miglioramento degli indicatori circa la qualità dei propri portafogli creditizi, riprendere negli anni successivi con i flussi di erogazione di credito, che potrebbero supportare le piccole-medio imprese sul territorio nazionale.

⁸ Fonte: Cribis "Osservatorio crediti alle imprese" 2009 - 2017

Grafico 9 – Dinamica delle sofferenze degli istituti di credito italiani (€ mld), 2009 – 2017, Italia⁹



1.2 Il Framework della prassi valutativa

Uno degli obiettivi del presente elaborato, come detto, è fornire nel dettaglio una chiave di analisi per i fondamentali del valore per le aziende in crisi e proporre possibili metodologie di valutazione in coerenza con lo stadio della crisi in cui si trova l'azienda *target*.

L'elaborato è stato redatto nel presupposto della conoscenza dei "Principi Italiani di Valutazione", emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione ("OIV"), una fondazione indipendente promossa da ANDAF, ASSIREVI, AIAF, CNDEC, Borsa Italiana, con le finalità principali¹⁰ di:

- Predisporre e aggiornare i principi valutativi per *fairness opinion*, perizie di stima
- Predisporre guide valutative e prassi professionali riconosciute dal mercato di concerto con i diversi *stakeholder* coinvolti
- Proporsi quale "*standard setter*" per gli *stakeholder* coinvolti nei processi valutativi (i.e. esperti, utilizzatori, Enti regolamentari, etc.)
- Favorire e divulgare la conoscenza dei principali metodi valutativi

I PIV forniscono le linee guida utili alla risoluzione di un problema di natura valutativa, dati gli elementi e il contesto di riferimento entro i quali la valutazione è condotta. In particolare, in assenza di specifici principi di valutazione per una data fattispecie, ciò che deve guidare l'esperto o il professionista è la cosiddetta "rete concettuale di base", che qualifica i quattro principi cardine della teoria della valutazione¹¹:

1. Ogni valutazione si riferisce ad un determinato punto nel tempo
2. È per sua natura prospettica
3. I tassi di attualizzazione sono derivanti dal mercato
4. Può essere influenzata dalla liquidità e da altri fattori

⁹ Fonte: Prometeia "Previsione dei bilanci bancari" 2009 - 2011

¹⁰ "Principi Italiani di Valutazione". 2017

¹¹ "Principi Italiani di Valutazione", *Conceptual framework*. 2017

Sulla base dei principi cardine di tale teoria della valutazione, la rete concettuale di base definisce i sette profili principali che devono qualificare ogni valutazione:

1. Lo scopo della valutazione
2. Il tipo di incarico o mandato
3. La tipologia di lavoro dell'esperto
4. La configurazione di valore
5. La data di valutazione
6. L'unità di valutazione
7. Le metodiche di valutazione

All'interno di tale *framework* generale valido per tutte le tipologie di valutazioni e del contesto di mercato di riferimento declinato nel paragrafo precedente, la prassi professionale relativa all'attività valutativa delle aziende che versano in uno stato di crisi è stata oggetto di numerose riflessioni e approfondimenti al riguardo, stante il perdurare della congiuntura sfavorevole di mercato che ha portato negli ultimi anni numerose imprese ad avviare procedure concorsuali o all'attivazione di percorsi di valorizzazione di natura liquidatoria e/o straordinaria (i.e. attività di M&A).

In tale ambito, l'attività di valutazione di impresa può ricoprire diverse finalità, declinate in via preliminare e non esaustiva nel seguito, e oggetto di analisi più approfondita nei capitoli successivi:

- Supporto all'attività di definizione di analisi "make or buy", in termini di prosecuzione dell'attività imprenditoriale alternativa ad un percorso di liquidazione
- Definire la valorizzazione dell'impresa nei diversi scenari evolutivi ipotizzati
- Definire la valorizzazione dell'impresa in uno stato di liquidazione
- Supporto al commissario giudiziale, in caso di fallimento, di valutare le diverse offerte concordatarie ricevute
- Definizione analitica della valorizzazione degli attivi dell'impresa anche in relazione alle richieste avanzate dai creditori
- Valorizzare l'impresa in uno stato di crisi in modo funzionale all'avvio di un percorso di natura straordinaria

2. Declinazione delle casistiche di crisi aziendale

Nel presente capitolo vengono definite le principali linee guida volte ad individuare le cause della crisi. In particolare, si propone una definizione delle fasi della crisi funzionali a declinare gli specifici stadi in cui riversa l'azienda e la definizione degli elementi idonei a determinare la continuità aziendale, sulla base della quale dipenderà la scelta del metodo di valutazione.

La situazione di crisi può essere preceduta da una fase di declino che, se individuata in modo tempestivo, ha maggiori possibilità di essere adeguatamente affrontata, laddove le manifestazioni finanziarie siano meno gravi rispetto a quelle emergenti in una situazione di crisi conclamata.

A supporto del tema in questione, si fa riferimento al principio contabile OIC 6 “Ristrutturazione del debito e informativa di bilancio”, che definisce lo *status* di difficoltà finanziaria come segue: “quando il debitore presenta un rapporto squilibrato tra il fabbisogno finanziario e le fonti di finanziamento, tale da essere inadempiente alle scadenze degli impegni assunti”¹².

Le principali cause della crisi possono essere identificate in cinque macro-classi⁹:

1. Crisi da sovraccapacità produttiva rispetto alle possibilità di collocamento sul mercato, solitamente collegata ad una sovraccapacità dell'interno settore determinata dalla ricerca di economie di scala, da errori previsionali della domanda, dall'entrata di nuovi concorrenti o dall'esistenza di elevate barriere all'uscita. La soluzione può derivare da azioni volte a ridurre la stessa oppure ad acquisire quote di mercato tramite aggregazione di altri operatori
2. Crisi da inefficienza di natura organizzativa o di natura tecnica, riconducibile all'utilizzo di tecnologie obsolete o all'allocazione non ottimale degli impianti
3. Crisi da obsolescenza dei prodotti nel momento terminale del “*cycle life value*”. Le soluzioni sono da ricercarsi solo mediante drastiche rivisitazioni del modello di business della società
4. Crisi da processo di pianificazione deficitario, che può condurre ad affrontare cicli di investimento non compatibili con i livelli di consistenze patrimoniali dell'azienda e/o all'implementazione di azioni non coerenti con la *mission* e con gli obiettivi di medio-lungo periodo della società
5. Crisi di natura prettamente finanziaria riconducibili principalmente a:
 - i) un ricorso eccessivo alla leva finanziaria rispetto alle consistenze patrimoniali “*equity*”
 - ii) mancata copertura delle esigenze finanziarie con orizzonte temporale di medio-lungo termine con fonti finanziarie di breve termine
 - iii) carente affidabilità delle controparti che determinano un peggioramento della qualità dei crediti commerciali
 - iv) *mismatching* tra ciclo di incasso delle partite creditizie e termini di pagamento dei debiti commerciali nel processo di ciclo passivo

¹² OIC 6, Organismo Italiano di Contabilità, Luglio 2011. Principi Contabili, Ristrutturazione del debito e informativa di bilancio

La comprensione delle cause dello *status* di crisi risulta strettamente funzionale alla definizione del contesto valutativo dell'azienda, in quanto le concause che determinano un processo di decadimento dell'azienda hanno un impatto diretto sul profilo economico, finanziario e patrimoniale dell'azienda *target* oggetto di valutazione. L'evoluzione di tali impatti sulla struttura patrimoniale e finanziaria dell'azienda permettono di declinare lo *status* di crisi dell'azienda e, in particolare, di qualificare il grado di reversibilità della crisi stessa.

2.1 La definizione delle fasi della crisi

Lo *status* di “crisi” non può essere determinato secondo una modalità “statica”, ma deve essere individuato e analizzato lungo un definito arco temporale di vita dell'azienda. Possono essere individuate, in via preliminare e non esaustiva, quattro diverse fasi della crisi aziendale¹³:

Grafico 10 – Le fasi della crisi aziendale¹⁴



1. “Incubazione”: in tale fase si evincono i primi effetti della crisi, identificabili in una flessione del valore della produzione, in un magazzino in eccedenza, in un *mismatching* delle fonti e degli impieghi finanziari. In tale fase, è possibile individuare in maniera tempestiva delle azioni definite “*quick win*”, con effetti ottenibili già nel breve termine, destinate a convertire la fase di crisi in uno status reversibile.
2. “Maturazione”: in tale stadio gli effetti della crisi risultano a valere anche sui risultati contabili di esercizio (i.e. presentano impatti negativi con durata superiore ai 12 mesi). Sono riscontrabili, dunque, in perdite di esercizio, che vanno a impattare le consistenze patrimoniali dell'azienda; il

¹³ “Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore” C. Sottoriva. 2012

¹⁴ Elaborazione propria

mismatching temporale delle fonti e degli impieghi finanziari può degenerare in una crisi di liquidità strutturale. In tale fase, per ricondurre la crisi ad uno stato di reversibilità, è necessaria l'implementazione di azioni più incisive con effetti anche nel medio-termine.

3. “Insolvenza”: è il momento in cui l'azienda inizia a rivelarsi incapace di adempiere alle obbligazioni assunte con soggetti terzi, determinando delle criticità in termini di gestione del circolante e nel processo di approvvigionamento di materie prime, oltre che nell'erogazione dei prodotti / servizi ai clienti finali. In tale stadio sono necessarie azioni di “*turnaround*” strategico dell'azienda, quali la ristrutturazione del debito e/o l'avvio di azioni di finanza straordinaria.
4. “Dissesto”: in tale fase, l'azienda ha palesato la sua insolvenza sul mercato e si è rilevata incapace di avviare azioni di “*turnaround*” strategiche in grado di riportare la crisi ad uno stadio di reversibilità. L'avviamento dell'azienda anche in termini di *brand* e immagine verso *stakeholder* interni (i.e. dipendenti, management, ecc.) ed esterni (i.e. clienti, fornitori e istituti di credito, ecc.) risulta compromesso, pertanto, non resta che avviare procedure concorsuali di natura giudiziale o stragiudiziale.

2.2 Gli “*stadi*” della crisi aziendale

In considerazione delle fasi in cui riversa un'azienda, sopra descritte, e degli impatti sugli *economics* storici e sulle proiezioni economico-patrimoniali della stessa, possono essere individuati tre differenti stadi a cui si applicano diversi contesti valutativi ⁽¹⁵⁾:

- Azienda in disequilibrio economico-finanziario
- Azienda in stato di crisi “reversibile”
- Azienda in stato di crisi “irreversibile”

2.2.1 Azienda in disequilibrio economico-finanziario

Le aziende che rientrano in tale *cluster*, con i volumi di *business* correnti e la *pipeline* di progetti in corso, non risultano essere in grado di garantire il soddisfacimento delle esigenze finanziarie in un orizzonte temporale medio, dati gli impegni presi con i fornitori e/o finanziatori. Si palesa un concreto rischio di insolvenza nella situazione in cui un *deficit* di liquidità temporaneo diventa tale da rendere impossibile il soddisfacimento di impegni a medio-lungo termine non ulteriormente dilazionabili.

Rientrano in tale macro-cluster:

¹⁵ “Linee guida per la valutazione di aziende in crisi”. CNDEC – SIDREA. 2018

- Aziende in disequilibrio economico, non in grado di remunerare tutte le componenti di costo relative ai fattori di produzione - anche includendo i mezzi propri (i.e. *equity*) - con risultati a conto economico, che, anche se positivi, non permettono di remunerare il capitale di rischio
- Aziende in sovra indebitamento, ovvero in una “situazione di perdurante squilibrio tra le obbligazioni assunte e il patrimonio prontamente liquidabile per farvi fronte, che determina la rilevante difficoltà ad adempiere le proprie obbligazioni, ovvero la definitiva incapacità di adempierle regolarmente”¹⁶. Tali aziende risultano essere in uno stato di *mismatching* corrente e atteso tra *asset* facilmente liquidabili e impegni presso terzi da adempiere – tale fase potrebbe risultare prodromica a quella di crisi di insolvenza se il *management* non attiva azioni immediate per risolvere il *mismatching*

In tale scenario, ai fini valutativi, il *track-record* dei risultati storici dell’azienda *target* può essere considerato una buona “*proxy*” per l’analisi delle dinamiche evolutive ipotizzate dal *management* nel piano industriale. Ciò che risulta cruciale è l’analisi delle cause che hanno determinato la tensione finanziaria dell’azienda e i mezzi che il *management* sta adottando per risolvere le criticità emerse (i.e. *restructuring* del debito, richiesta di nuova leva finanziaria, nuovo ciclo di investimenti quale fattore abilitante per apportare modifiche al *business model* negli scenari evolutivi, etc.).

In particolare, risulta necessario in ambito valutativo declinare l’attendibilità delle proiezioni evolutive espresse dal *management*, tenendo in considerazione fattori quali la capacità del *management* di risolvere criticità analoghe nel passato, le dimensioni della leva finanziaria rispetto ai livelli di patrimonializzazione, la dimensione dell’azienda. In tale scenario tutti i fattori di criticità e/o di incertezza delle proiezioni economico-patrimoniali devono essere scontati nei metodi valutativi “*equity side*”, dove i flussi reddituali dovranno essere oggetto di “normalizzazione” per riflettere opportunamente tutti i fattori di rischio. I metodi valutativi “*asset side*” risultano più opportuni, invece, in contesti di soluzioni negoziali della crisi di insolvenza che si concludono, ad esempio, in accordi di *restructuring* del debito con istituti finanziari.

2.2.2 Azienda in stato di crisi “reversibile”

La significativa discontinuità tra i valori economico-finanziari attuali e quelli che l’azienda si aspetta di raggiungere a seguito del superamento del disequilibrio economico rappresenta l’elemento fondamentale che caratterizza il processo di valutazione nell’ambito di un contesto in cui l’azienda versa in uno stato di disequilibrio economico “reversibile”, basato sull’assunzione di continuità dell’attività aziendale.

Tale discontinuità dei valori ante-ristrutturazione e post-ristrutturazione sarà tanto più marcata quanto più profonde saranno le modifiche che si riterrà opportuno fare a livello organizzativo e/o di gestione dei processi aziendali al fine di completare l’attività di risanamento. Pertanto il ricorso ai dati storici potrebbe rendersi poco opportuno in quanto darebbe una rappresentazione poco veritiera della situazione e allora

¹⁶ Legge 3/2012, art. 6, co. 2, lett. a

dovranno essere rivisitati e “normalizzati” dagli effetti negativi delle criticità che andranno ragionevolmente a scomparire, ovvero le rettifiche dovute ad una valutazione prudente delle poste di bilancio messa in atto dagli amministratori.

Inoltre, un’impostazione *backward looking*, basata sull’esperienza passata cristallizzata nei dati storici, risulterebbe insufficiente in quanto non permetterebbe di includere le aspettative future di risanamento. Nella valutazione di un’azienda in disequilibrio economico ma in crisi reversibile, i metodi più opportuni per determinare il valore del complesso aziendale sono quelli basati sui flussi finanziari, data l’ipotesi di continuità aziendale. Per questo motivo bisognerà disporre di dati prospettici analitici e articolati sotto il punto di vista temporale, nonché basati sulle ipotesi sulla base delle quali si ritiene che verranno ripristinate le condizioni di equilibrio economico, finanziario e patrimoniale.

La ragionevolezza è requisito fondamentale per valutare un’azienda in stato di crisi; tale presupposto è alla base della stima dei flussi attesi, che dovrebbero essere determinati separatamente per ogni singolo anno anziché ricorrere a valori medi normalizzati.

I flussi di cassa, dalla cui somma deriverà il valore complessivo dell’azienda risanata, possono essere anche differenziati e scontati a tassi differenti a seconda del tipo di attività da cui sono generati, e possono derivare da assunzioni non generalizzate ed indistinte, ma studiate *ad hoc*.

Nello specifico, se esistono ipotesi difficilmente verificabili che devono essere rappresentate all’interno del piano, come ad esempio il caso di acquisizione di nuove commesse o l’abbattimento dei costi raggiunto mediante una riduzione delle retribuzioni, si può giungere a determinare non un unico, ma una molteplicità di valori, che saranno ritenuti più ragionevolmente idonei a rappresentare il valore dell’azienda.

2.2.3 Azienda in stato di crisi “irreversibile”

Un contesto in cui sono assenti le condizioni minime per garantire la continuità operativa nel tempo, la redditività è tale per cui non vi siano i presupposti per ristabilire l’equilibrio finanziario e l’azienda non è più in grado di garantire la regolare copertura dei fabbisogni finanziari, è definito disequilibrio economico-finanziario irreversibile. Data la mancanza di prospettive atte a riportare in positivo i flussi di cassa, a ripristinare la normale operatività e le condizioni di equilibrio economico-finanziario, si rende necessario ricorrere alla liquidazione dell’azienda per soddisfare i creditori tramite le forme previste dalla legge (cfr. infra). Al fine di limitare i danni nel tempo, la crisi irreversibile è uno stato che bisogna saper prendere in modo tempestivo, sia da parte dei soggetti interni che degli *stakeholder*.

In questo contesto liquidatorio, la valutazione si concentrerà non più sul valore dell’azienda nel suo complesso, ma sui singoli beni da cedere.

2.3 Le metodologie per l'individuazione e la prevenzione dello stato di crisi

La dottrina e la prassi professionale, per l'individuazione e la prevenzione dello *status* di crisi, identificano le metodologie declinate nel seguito¹⁷.

- Metodologie basate sull'intuizione. Tali metodi permettono al *management*, talvolta in anticipo, di individuare la genesi di una crisi dell'azienda, e si basano sull'analisi dei seguenti fattori:
 - a. Attività dell'azienda concentrata in settori di business molto "maturi"
 - b. Netta riduzione di quote di mercato dell'azienda
 - c. Rilevante grado di inefficienza della struttura produttiva e/o organizzativa
 - d. Struttura di costo a elevata componente fissa
 - e. Scarsa rilevanza degli investimenti in ricerca e sviluppo
 - f. *Mismatching* delle fonti e degli impieghi finanziari
- Metodologie basate su indicatori di bilancio. Si prendono in considerazione nella prassi indicatori di solidità patrimoniale (i.e. Patrimonio netto / Passività nette), e finanziaria (i.e. Capitale circolante netto / Attivo netto). Le risultanze devono essere confrontate con *benchmark* di mercato e/o aziende comparabili nel mercato
- Metodologie di analisi previsionali. Molti studi hanno definito come ultimo stadio di crisi quello del fallimento¹⁸. Gli analisti utilizzano modelli predittivi del fallimento al fine di valutare lo stato di salute di un'azienda *target*. Tali modelli possono essere clusterizzati in due diverse categorie:
 - a. Modelli basati su *accounting ratios*
 - b. Modelli basati su valori di mercato

2.3.1 Focus sul modello predittivo di Altman

All'interno del primo *cluster* sopra citato rientra il metodo di Altman ("Zeta Score")¹⁹. La formulazione del cosiddetto modello Zeta Score del 1968 ha portato alla definizione di un indice volto a definire con tecniche statistiche la probabilità di fallimento di una data azienda.

Tenendo in considerazione che il modello Z score non può essere applicato ad istituti finanziari (i.e. banche, compagnie assicurative, etc.), queste società sono state escluse dall'analisi, mentre le altre società sono state divise in due *cluster*: aziende manifatturiere e aziende non manifatturiere, definite "di servizi", sulla base della classificazione fornita da *Bloomberg* e delle principali attività svolte da ciascuna società.

¹⁷ "Le crisi d'azienda e il ruolo dell'esperto valutatore" A. Fiori. 2017

¹⁸ "Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset". Damodaran. 2002

¹⁹ "Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy". Altman. 1968

La definizione di tale indice è stata resa possibile grazie allo studio dei bilanci di esercizio di 66 diverse società, di cui 33 società fallite. Con un intervallo di confidenza del 95%, Altman arrivò alla definizione dello Z score per le aziende quotate, come indicato nel seguito:

$$z = 1,2 x_1 + 1,4 x_2 + 3,3 x_3 + 0,6 x_4 + 0,999 x_5$$

Dove:

- z = indice dello Z Score
- x_1 = indice di equilibrio finanziario = Capitale Circolante netto / Attivo netto
- x_2 = indice di capacità di autofinanziamento = (Risultato operativo + Risultato straordinario) / Attivo netto
- x_3 = indice di redditività = Risultato operativo / Attivo netto
- x_4 = indice di solvibilità = Capitalizzazione di mercato / Passività nette
- x_5 = indice di rotazione dell'attivo = Ricavi di esercizio / Attivo netto

Le soglie di “*cut-off*” che determinano le discriminanti circa le possibilità di fallimento vengono definite nel seguito:

- $z > 2,99$ = bassa probabilità di fallimento (“*safe zone*”)
- $1,80 < z < 2,99$ = media probabilità di fallimento (“*grey zone*”)
- $z < 1,80$ = alta probabilità di fallimento (“*distress zone*”)

Sulla base dei test effettuati sul modello proposto, Altman riuscì a dimostrare che tale metodologia è in grado di predire, con l'accuratezza indicata dall'intervallo di confidenza sopra esposto, la probabilità di entrata in fallimento di un'azienda entro i successivi due esercizi.

Per le imprese non quotate, la modellizzazione sopra esposta non è applicabile considerando che la variabile x_4 si basa sulla capitalizzazione di mercato dell'azienda. Di conseguenza, la formulazione diventa²⁰:

$$z = 0,717 x_1 + 0,847 x_2 + 3,107 x_3 + 0,420 x_4 + 0,998 x_5$$

Dove:

- z = indice dello Z Score
- x_1 = indice di equilibrio finanziario = Capitale Circolante netto / Attivo netto
- x_2 = indice di capacità di autofinanziamento = (Risultato operativo + Risultato straordinario) / Attivo netto
- x_3 = indice di redditività = Risultato operativo / Attivo netto
- x_4 = indice di solvibilità = Patrimonio netto / Passività nette
- x_5 = indice di rotazione dell'attivo = Ricavi di esercizio / Attivo netto

Le soglie di “*cut-off*” che determinano le discriminanti circa le possibilità di fallimento delle imprese non quotate vengono definite nel seguito:

²⁰ “Predicting financial distress of companies: revisiting the Z-score and ZETA models”. E.I. Altman. 2000

- $z > 2,90$ = bassa probabilità di fallimento (“*safe zone*”)
- $1,23 < z < 2,90$ = media probabilità di fallimento (“*grey zone*”)
- $z < 1,23$ = alta probabilità di fallimento (“*distress zone*”)

Tra i possibili utilizzi del metodo di Altman rientrano il supporto al collegio sindacale e al revisore legale dei conti per valutare lo stato di *going concern*; il supporto alla direzione aziendale per un controllo circa lo stato di salute della società; il supporto ai fornitori per valutare la solvibilità di un potenziale cliente.

L’indice di Altman è largamente utilizzato per la sua semplicità di utilizzo e la capacità di comparazione nel tempo – variazioni annue della stessa società – e nello spazio – confronto tra diverse società; tuttavia la mancanza di dati relativi ad alcuni anni può rendere questa analisi pluriennale inefficace e limitata solamente ad un breve periodo.

Inoltre bisogna tener presente che questo metodo non valuta gli *intangibile asset* di una società, è asettico rispetto alla congiuntura economica e non tiene conto della possibilità per l’impresa di finanziarsi presso soggetti terzi.

2.3.2 Focus sul modello predittivo di Ohlson

Ohlson, partendo dal presupposto che l’applicazione dell’analisi discriminante fosse possibile solo se le variabili esplicative (x_1 - x_5) fossero normalmente distribuite e con uguale varianza e covarianza, ritenne il modello di Altman troppo restrittivo.

Così nel 1980 presentò uno studio sui modelli predittivi circa le possibilità di fallimento di aziende *target* sulla base di una metodologia econometrica²¹, utilizzando un campione di 105 imprese industriali classificate come aziende in bancarotta e 2.058 imprese industriali sane.

Il modello Ohlson prende in considerazione le variabili statisticamente più significative per calcolare la probabilità di fallimento: la dimensione dell’azienda, la struttura finanziaria, le *performance* economiche e i coefficienti di liquidità. Nel seguito viene rappresentato il modello Ohlson che si basa su 9 variabili indipendenti:

$$O - score = - 1,32 - 0,407 o_1 + 6,03 o_2 - 1,43 o_3 + 0,008 o_4 - 2,37 o_5 - 1,83 o_6 + 0,285 o_7 - 1,72 o_8 - 0,52 o_9$$

Dove:

- o_1 = totale attività / prodotto nazionale lordo (corretto per l’inflazione), utilizzato come *proxy* dimensionale dell’azienda
- o_2 = Passività totali / Attività totali
- o_3 = Capitale Circolante Netto / Attività totali
- o_4 = Passività correnti / Attività correnti
- o_5 = Utile netto / Attività totali

²¹ “Financial ratios and the probabilistic predictions of bankruptcy” J.A. Ohlson. 1980

- $o_6 = \text{EBITDA} / \text{Passività totali}$
- $o_7 = 1$ se l'utile netto era risultato negativo negli ultimi due esercizi, 0 altrimenti
- $o_8 = 1$ se il patrimonio netto è negativo, 0 altrimenti
- $o_9 = (\text{Utile al tempo } t - \text{Utile al tempo } t-1) / (\text{Utile al tempo } t + \text{Utile al tempo } t+1)$

La probabilità di fallimento è data dalla seguente formula $\rightarrow PD = [\text{Exp}(O - \text{Score})] / [1 + \text{Exp}(O - \text{Score})]$
 Sebbene il modello O score sia molto più articolato, e quindi più difficilmente applicabile rispetto al modello di Altman, poiché tiene conto di un maggior numero di variabili esplicative, per quest'ultimo aspetto è anche più preciso.

2.4 La declinazione dello status di “going concern”

La continuità aziendale - comunemente definita nella prassi professionale anche come “going concern” - è un postulato del bilancio che viene previsto dalle disposizioni civilistiche e dai principi contabili nazionali e internazionali.

In particolare, tale concetto è richiamato dalle disposizioni civilistiche all'articolo 2423-bis, che asserisce “La valutazione delle voci deve essere fatta secondo prudenza e nella prospettiva della continuazione dell'attività, nonché tenendo conto della funzione economica dell'elemento dell'attivo e del passivo considerato”²². Pertanto, si evince come il going concern rivesta un postulato per la regolarità del bilancio di esercizio dell'azienda, che qualifica la “rappresentazione veritiera e corretta” dei fenomeni di sviluppo del ciclo di vita aziendale. In via generale, il postulato del going concern viene rispettato se l'azienda è in grado di svolgere la propria attività in un futuro prevedibile, ovvero risulta in grado di adempiere con regolarità le proprie obbligazioni verso stakeholder interni ed esterni all'azienda.

Di conseguenza, tale postulato non risulta rispettato nel momento in cui l'azienda non riesce a far fronte agli impegni finanziari verso terzi a meno di avviare azioni straordinarie, quali finanza straordinaria e/o operazioni di rinegoziazione del debito.

Dal codice civile non arrivano, però, specifiche indicazioni su come debba essere verificato il requisito del going concern. Ciò che rileva ai fini della valutazione l'esistenza del requisito della continuità aziendale è, infatti, contenuto nell'OIC 570, che individua una serie di eventi e circostanze che possano far sorgere dubbi significativi sulla capacità dell'impresa di continuare ad operare come un'entità di funzionamento. Tali eventi e circostanze sono:

Indicatori finanziari

- situazione di deficit patrimoniale o di capitale circolante netto negativo

²² Principi di redazione del bilancio, art. 2423 bis, punto 1

- prestiti a scadenza fissa e prossimi alla scadenza senza che vi siano prospettive verosimili di rinnovo o di rimborso oppure eccessiva dipendenza da prestiti a breve termine per finanziare attività a lungo termine
- indizi di cessazione del sostegno finanziario da parte dei creditori
- bilanci storici o prospettici che mostrano flussi di cassa negativi
- principali indici economico-finanziari negativi
- consistenti perdite operative o significative perdite di valore delle attività utilizzate per generare i flussi di cassa
- difficoltà nel pagamento di dividendi arretrati o discontinuità nella distribuzione di dividendi
- incapacità di pagare i debiti alla scadenza
- incapacità di rispettare le clausole contrattuali dei prestiti
- cambiamento delle forme di pagamento concesse dai fornitori, dalla condizione “a credito” alla condizione “pagamento alla consegna”
- incapacità di ottenere finanziamenti per lo sviluppo di nuovi prodotti ovvero per altri investimenti necessari

Indicatori gestionali

- intenzione della direzione di liquidare l'impresa o di cessare le attività
- perdita di membri della direzione con responsabilità strategiche senza una loro sostituzione
- perdita di mercati fondamentali, di clienti chiave, di contratti di distribuzione, di concessioni o di fornitori importanti
- difficoltà con il personale
- scarsità nell'approvvigionamento di forniture importanti
- comparsa di concorrenti di grande successo

Altri indicatori

- capitale ridotto al di sotto dei limiti legali o non conformità del capitale ad altre norme di legge, come i requisiti di solvibilità o liquidità per gli istituti finanziari
- procedimenti legali o regolamentari in corso che, in caso di soccombenza, possono comportare richieste di risarcimento cui l'impresa probabilmente non è in grado di far fronte
- modifiche di leggi o regolamenti o delle politiche governative che si presume possano influenzare negativamente l'impresa
- eventi catastrofici contro i quali non è stata stipulata una polizza assicurativa ovvero contro i quali è stata stipulata una polizza assicurativa con massimali insufficienti

2.5 Mancanza del requisito del “going concern”

Nel momento in cui il *management* dell’azienda non è in condizione di attestare il requisito del *going concern*, si aprono due possibili opzioni evolutive:

- a. Soluzioni stragiudiziali - Avviare un piano di risanamento / ristrutturazione del debito
- b. Soluzioni giudiziali - Avviare il percorso che porta alla liquidazione dell’azienda

2.5.1 Le soluzioni stragiudiziali in risposta alla crisi

Le soluzioni di natura stragiudiziale come risposta alla mancanza del requisito di continuità aziendale dell’azienda prevedono l’implementazione di un’azione di risanamento. In particolare, tenuto conto del deteriorarsi delle condizioni di mercato in molti settori produttivi negli ultimi anni, un requisito fondamentale per il successo delle operazioni di risanamento viene identificato nella tempestività della fase esecutiva di tali azioni. L’avvio di tali azioni coinvolge un ampio numero di *stakeholder* interni ed esterni all’azienda, quali i soci, gli amministratori, gli istituti di credito, gli *advisor* finanziari e industriali a supporto della società, i più importanti fornitori e clienti dell’azienda che versa in uno stato di crisi. Normalmente, la ricerca di soluzioni stragiudiziali precede sempre l’avvio di possibili azioni giudiziali (liquidatorie), viste come azioni residuali e da avviare solo in caso di insuccesso delle soluzioni stragiudiziali. Non si esclude, anche in tali fasi, l’avvio di processi liquidatori “parziali”, come la dismissione di possibili rami d’azienda produttivi.

Sul piano manageriale, possono invece essere individuate alcune possibili categorie di azioni di risanamento, spesso attivabili anche congiuntamente tra loro. In via preliminare, ma non esaustiva, vengono indicate nel seguito:

- Interventi gestionali di natura “ordinaria”
 - Azioni sul *top management* dell’azienda, con interventi di individuazione di nuove figure chiave e riqualificazione di figure chiave
 - Implementazione di nuovi *driver* di natura strategica, quali l’ingresso in nuovi settori produttivi, la definizione di nuovi prodotti / servizi, la definizione di nuovi accordi commerciali
- Interventi di natura “straordinaria”
 - Dismissione o scorporo di rami d’azienda
 - Operazioni di aggregazione / fusione con altre aziende operanti nel medesimo settore di *business*, al fine di creare un’entità funzionante con maggiori masse critiche
- Interventi atti a ripristinare livelli adeguati di *performance*
 - Azioni di “*cost cutting*”, quali (i) attivazione degli strumenti gius-lavoristici a disposizione per ridurre il costo del personale; (ii) riduzione della componente di costi fissi; (iii) razionalizzazione del modello distributivo con chiusura di filiali, siti produttivi che non garantiscono adeguati livelli

di remunerazione; (iv) esternalizzazione di alcune fasi del processo produttivo eccessivamente onerose per l'azienda

- Rilancio dei volumi di ricavo, tramite (i) sviluppo di nuove linee di prodotto / servizio; (ii) implementazione di azioni commerciali per aggredire nuove fasce di clientela, fidelizzare quella esistente
- Interventi di natura finanziaria
 - (i) Operazioni di ristrutturazione del debito; (ii) attivazione di nuove leve finanziarie; (iii) ricapitalizzazioni da parte dei soci esistenti / ricerca di nuovi *partner in equity*; (iv) realizzo di quota parte del capitale circolante netto

Da un punto di vista di “*timing*”, l'implementazione delle azioni di risanamento possono essere suddivise in due *cluster*:

- Azioni “*quick win*” con impatti a valere sul breve termine, con l'obiettivo di migliorare la situazione di crisi corrente (i.e. riduzione di costi ridondanti, riduzione di attività onerose), che consentono contestualmente di avviare azioni di risanamento a valere sul medio termine
- Azioni strutturali che mettono in atto il vero e proprio piano di risanamento (i.e. diverse fasi della ristrutturazione del debito), con impatti anche a livello pluriennale

2.5.2 *Le soluzioni giudiziali in risposta alla crisi*

Le soluzioni giudiziali in risposta alla crisi vengono disciplinate dal Regio Decreto 16-3-1942, n. 267 (c.d. Legge Fallimentare), da ultimo modificata con Decreto Legislativo 54 / 2018. Nel corso degli ultimi anni, tale Legge è stata oggetto di modifiche ed integrazioni, volte ad armonizzare la disciplina italiana con quella degli altri Paesi Stati Membri dell'Unione Europea e, dunque, volta a far evincere tempestivamente lo stato di crisi di un'azienda, che consentirebbe di limitare le perdite oltre che avviare quanto prima delle azioni di risanamento che potrebbero consentire il salvataggio dell'azienda.

Ad oggi, le procedure giudiziali declinate all'interno della Legge Fallimentare sono²³:

- Fallimento (ex. Articoli 5 e seguenti)
- Concordato fallimentare (ex. Articoli 124 e seguenti)
- Concordato preventivo (ex. Articoli 160 e seguenti)
- Accordi di ristrutturazione del debito (ex. Articoli 62 e 182)
- Amministrazione straordinaria (ex. Articoli 190 e seguenti)
- Liquidazione coatta amministrativa (ex. Articoli 194 e seguenti)

²³ Manuale di diritto commerciale, Campobasso, Utet giuridica, 2015

Nello specifico, il fallimento è il prototipo delle procedure concorsuali a cui sono assoggettati gli imprenditori commerciali insolventi che vedono liquidare il proprio patrimonio e ripartire il ricavato tra i creditori, secondo criteri ispirati dal principio della parità di trattamento.

L'imprenditore versa in uno stato di insolvenza quando "non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni" (art. 5 legge fall.). Presupposto del fallimento è quindi una situazione patologica ed irreversibile che coinvolge l'intero patrimonio dell'imprenditore e non gli consente di soddisfare le obbligazioni assunte.

Infine, perché possa essere dichiarato il fallimento, è necessario che il debitore abbia superato anche uno solo dei limiti patrimoniali, reddituali e di indebitamento fissati dall'art. 1, II comma, legge fall.

Per quanto concerne gli effetti patrimoniali nei confronti del fallito, quest'ultimo perde l'amministrazione e la disponibilità – ma non la proprietà – dei suoi beni, che passano al curatore, quale amministratore del patrimonio fallimentare.

Un particolare modo di chiusura del fallimento è costituito dal concordato fallimentare, un istituto che consente all'imprenditore fallito di chiudere definitivamente i rapporti pregressi attraverso il pagamento parziali dei creditori o altra forma di ristrutturazione dei debiti, ottenendo nel tempo la liberazione dei beni soggetti alla procedura fallimentare. La proposta di concordato può essere presentata da uno o più creditori, da un terzo, ed anche dal fallito, che può proporlo non prima che sia trascorso un anno dalla dichiarazione di fallimento e dopo che siano trascorsi due anni dal decreto che rende esecutivo lo stato passivo.

Una soluzione giudiziale che permette all'imprenditore di evitare che la crisi sfoci nel fallimento è quella del concordato preventivo, mediante cui può regolare i propri rapporti con i creditori.

Il presupposto del concordato preventivo è, in generale, lo stato di crisi economica dell'imprenditore, dove per stato di crisi si intende sia una difficoltà temporanea e reversibile che non consente all'imprenditore di soddisfare regolarmente i creditori, sia lo stato di insolvenza che giustificherebbe la dichiarazione di fallimento.

Se la crisi è temporanea e reversibile, essa mira a superare tale situazione attraverso il risanamento economico e finanziario dell'impresa. In tal senso, il concordato preventivo sostituisce la procedura dell'amministrazione controllata.

Se la crisi è definitiva e irreversibile, il concordato può essere attuato prima che sia dichiarato il fallimento e serve ad evitare lo stesso.

Tale procedura offre all'imprenditore insolvente il notevole vantaggio di evitare le gravi conseguenze – patrimoniali, penali e personali – del fallimento, garantendogli la conservazione dell'amministrazione dei beni e la gestione dell'impresa.

Gli accordi di ristrutturazione dei debiti rappresentano un ulteriore strumento per la soluzione delle crisi d'impresa alternativo al fallimento. Sono accordi stipulati tra l'imprenditore ed una maggioranza qualificata di creditori. L'imprenditore è libero di pattuire con i creditori aderenti le modalità più opportune di

ristrutturazione dei debiti (i.e. pagamento in percentuale, dilazione o rateizzazione dei pagamenti, conversione dei finanziamenti in apporti di associazione in partecipazione, attribuzione ai creditori di azioni o partecipazioni sociali etc.), né è vincolato all'integrale pagamento dei creditori privilegiati o a rispettare l'ordine dei privilegi.

Ai creditori che non aderiscono all'accordo deve invece essere assicurato l'integrale pagamento.

Laddove si voglia conservare il patrimonio produttivo, mediante prosecuzione, riattivazione o riconversione delle attività imprenditoriali, si ricorre all'amministrazione straordinaria, la nuova procedura concorsuale idonea a conciliare il soddisfacimento dei creditori dell'imprenditore insolvente con il salvataggio del complesso produttivo in crisi e la conservazione dei posti di lavoro.

Ne consegue che la prosecuzione dell'esercizio dell'impresa è automatica – e non più rimessa alla valutazione discrezionale dell'autorità amministrativa – in quanto essenziale per la conservazione del complesso aziendale. Tuttavia è il commissario straordinario a predisporre un programma per il recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali, optando per uno degli indirizzi alternativi previsti per legge: programma di cessione dei complessi aziendali da realizzare entro un anno oppure programma di ristrutturazione da attuare entro due anni.

La liquidazione coatta amministrativa è una procedura concorsuale di carattere amministrativo a cui sono assoggettate determinate categorie di imprese – non necessariamente commerciali – specificatamente indicate da leggi speciali. Si tratta per lo più di imprese pubbliche o di imprese private sottoposte a controllo pubblico per il rilievo economico e sociale della loro attività.

Essa può essere disposta non solo quando vi è lo stato di insolvenza, ma anche per gravi irregolarità di gestione o per violazione di norme di legge o regolamentari. Obiettivo della liquidazione coatta amministrativa è l'eliminazione dal mercato dell'impresa colpita dal relativo provvedimento, attraverso un procedimento di liquidazione che assicura anche il soddisfacimento dei creditori, secondo i principi del concorso e nel rispetto della *par condicio creditorum*.

Nell'ambito delle procedure concorsuali declinate all'interno della Legge Fallimentare, vengono individuate diverse "situazioni" all'interno delle quali può intervenire l'esperto per la valutazione di entità aziendali, quali:

- Articolo 14 I comma – La Legge Fallimentare richiede un elenco, non eccessivamente dettagliato e meramente a titolo di elenco, delle attività facenti parte del complesso aziendale. Nella prassi professionale, si rileva che anche per tali attività sarebbe opportuno fornire delle valutazioni professionali redatte *ad hoc*
- Articolo 67 II comma lettera D – nelle valutazioni nel contesto dei piani di risanamento, è richiesto l'intervento di un esperto valutatore in grado di asseverare la validità del piano di risanamento e al fine di valutare i cespiti dell'azienda

- Articolo 87 II comma – si richiede la valutazione di uno “specialista” per la valorizzazione dei beni inventariati
- Articolo 104 bis II comma – si richiede la valorizzazione specialistica per la determinazione del canone di locazione dell’azienda determinato sulla base del valore del capitale economico dell’azienda
- Articolo 124 III comma – Relazioni giurate di stima, che devono essere fornite da un professionista indipendente nominato dal tribunale, nell’eventualità in cui, in caso di concordato fallimentare, non sia garantita il soddisfacimento completo dei crediti collateralizzati da pegno e/o ipoteca
- Articolo 160 II comma – nell’ambito della richiesta per l’ammissione alle procedure di concordato preventivo, le valutazioni dei cespiti presentate dal debitore devono essere asseverate da relazioni giurate di stima
- Articolo 172 II comma – può esser richiesto un supporto specialistico al commissario giudiziale, nell’ambito di un processo di concordato preventivo, per la valorizzazione dell’inventario dei cespiti di un’azienda
- Articolo 182 – si rende opportuna una valorizzazione specialistica dei cespiti nella fase di liquidazione del concordato fallimentare che prevede la cessione dei beni

2.6 I costi diretti e indiretti di una situazione di crisi aziendale

Sia nel caso di avvio di soluzioni giudiziali, sia stragiudiziali, uno degli obiettivi principali di chi guida il percorso di risanamento / liquidatorio, deve essere il rispetto di un principio generale di efficienza, ovvero cercare di massimizzare il più alto tra il valore dell’azienda in ipotesi di continuità di operatività e il valore dell’azienda in contesto di liquidazione, anche in un’ottica di minimizzazione dei costi della crisi. In via preliminare e non esaustiva, possono essere identificati due diverse categorie di costi legati alle situazioni di crisi²⁴:

- Costi diretti
- Costi indiretti

2.6.1 I costi diretti

Quando un’azienda avvia una procedura fallimentare, deve provvedere all’ingaggio di consulenti esterni, quali esperti contabili, legali esperti nei processi di valutazione aziendali, esperti d’asta ed eventualmente anche banche d’investimento e/o consulenti industriali per il supporto nella gestione del percorso di

²⁴ “Finanza Aziendale”, Berk DeMarzo, 2012

ristrutturazione. In particolare, dunque, i costi diretti della procedura fallimentare riducono il valore dei singoli beni che al termine del processo gli investitori riceveranno.

Alcune ricerche hanno evidenziato come i costi diretti di una procedura fallimentare siano mediamente pari a circa il 3-4% del valore di mercato del totale dell'attivo dell'azienda nella situazione pre-fallimento²⁵.

Risulta probabile che tali costi risultino più elevati per entità aziendali operanti in settori di attività più "complessi" e/o con un maggior numero di creditori, situazione che rende normalmente più difficile giungere a un perfezionamento dell'accordo circa la ripartizione dell'attivo post-fallimento.

Inoltre, un'altra ricerca²⁶ mostra come alcuni costi collegati alla procedura fallimentare non siano correlati alla dimensione dell'azienda, pertanto in termini percentuali tali costi diretti presentano un'incidenza maggiore per le aziende con dimensioni meno rilevanti. In particolare, tale studio rileva come per le aziende con dimensioni meno rilevanti, i costi diretti della procedura fallimentare siano mediamente risultati pari al 12% dell'attivo.

In considerazione, come detto, dell'elevata incidenza di tali costi diretti di fallimento, per le imprese in crisi potrebbe risultare conveniente avviare procedure negoziali con i creditori prima della dichiarazione di fallimento riuscendo, in tal caso, a ottenere il salvataggio. In particolare, un controllo che dovrebbero effettuare coloro che guidano il percorso di risanamento è l'ammontare dei costi diretti da sostenere per la procedura fallimentare, che non dovrebbe essere superiore al costo necessario per salvare l'azienda stessa.

2.6.2 I costi indiretti

In aggiunta ai costi diretti del fallimento analizzati nel paragrafo precedente, i responsabili alla guida del percorso di risanamento / liquidatorio devono analizzare una serie di categorie di costo, declinate nel seguito, che sorgono in situazione di crisi conclamata dell'azienda, e indipendentemente dalla dichiarazione di fallimento della stessa, che complessivamente risultano mediamente superiori anche all'ammontare dei costi diretti:

- Riduzione della base clienti. Le principali categorie di imprese che potrebbero essere impattate da tale evento sono quelle venditrici di prodotti il cui valore è strettamente dipendente dal servizio e/o assistenza forniti dall'azienda stessa (i.e. compagnie aeree, compagnie tecnologiche), oppure aziende produttrici di beni durevoli laddove il cliente potrebbe essere dissuaso dall'acquisto del prodotto preoccupato della mancata garanzia del prodotto²⁷
- Perdita dei fornitori principali. Il *mismatching* temporale tra fonti e impieghi finanziari può rendere l'azienda in uno stato di crisi inadempiente verso i fornitori di prodotti e/o servizi, andando a inficiare sul proprio processo di approvvigionamento. Si evince come quello citato risulti un

²⁵ "Bankruptcy Costs: some evidence". J. Warner. 1977

²⁶ "Professional fees and other direct costs in business liquidations" R. Lawless e S. Ferris. 1997

²⁷ "The effect of capital structure on a firm's liquidation decision" S. Titman. 1984

importante costo indiretto della crisi, specialmente per le aziende che ricorrono in maniera frequente al credito di fornitura. Tale criticità potrebbe essere in parte risolta proprio durante la procedura fallimentare, tramite il “*debtor in possession financing*” (*DIP financing*), ovvero l’emissione di nuova leva finanziaria da parte dell’azienda stessa che ha avviato la procedura fallimentare, che presenta una priorità su tutti i creditori esistenti

- Svalutazione dei crediti. Le aziende che sono in uno stato di crisi aziendale conclamato presentano mediamente una difficoltà più elevata del processo di recupero dei crediti, con i debitori che potrebbero presentare un maggiore azzardo morale evitando di adempiere le loro obbligazioni esistenti verso l’azienda *target*
- Dismissione di attività sotto il reale valore di mercato. Le procedure di dismissione avviate in tempistiche ristrette (frequenti nei casi oggetto di analisi al fine di evitare la dichiarazione di fallimento), guidate dall’esigenza di ottenere liquidità nel minor tempo possibile, riescono solitamente ad ottenere un prezzo per il bene oggetto di dismissione inferiore rispetto a quello reale di mercato e/o che potrebbero ottenere se il processo potesse essere condotto lungo un orizzonte temporale di riferimento più lungo. Dalle evidenze di una ricerca condotta sulle compagnie aeree, è emerso come le società in dissesto o fallimento riescano a vendere gli aerei a prezzi inferiori rispetto a quelli ottenuti dalle aziende comparabili non in crisi del 15-40%²⁸
- Processo di liquidazione inefficiente. Percorsi di liquidazione e/o procedure fallimentari che impiegano un orizzonte temporale più elevato rispetto a quello ottimale potrebbe risultare molto oneroso e andare a scapito dei creditori dell’azienda nella ripartizione dell’attivo. Inoltre, aziende per le quali sia stato già dichiarato il fallimento potrebbero essere costrette a dismettere attività in modo diseconomico, ovvero a un valore inferiore a quello ottenibile nel caso in cui l’azienda avesse avuto l’opportunità di mantenere il bene. Ad esempio, come conseguenza del fallimento, Lehman Brothers fu costretta a chiudere circa l’80% delle esposizioni in derivati con le controparti, in molti casi a condizioni eccessivamente svantaggiose²⁹
- Costi in capo ai creditori. Nel caso in cui esposizioni debitorie dell’azienda risultino rilevanti anche per i creditori della stessa, il fallimento dell’azienda porterebbe al dissesto anche dei creditori. In considerazione del fatto che il fallimento risulta una “decisione” di investitori e creditori dell’azienda, dovrebbe allora esistere un limite all’ammontare totale dei costi diretti e indiretti da essi sostenuti e che risultano conseguenti alla decisione dell’azienda di entrare nella procedura fallimentare. Nell’eventualità in cui, tale ammontare risultasse troppo elevato, infatti, tali costi

²⁸ “Effects of Bankruptcy court protection on asset sales” Journal of financial economics. 1999

²⁹ “Derivatives: the risk that still won’t go away”. C. Loomis. 2009

dovrebbero essere evitati cercando di pervenire a un salvataggio dell'azienda o, perlomeno a un concordato preventivo³⁰

In generale, quando si valuta l'ammontare totale di costi indiretti correlati a una situazione di crisi aziendale, risulta necessario identificare le maggiori perdite derivanti dal dissesto finanziario rispetto all'entità delle perdite che deriverebbero dal solo dissesto economico. Infatti, dalle evidenze di una ricerca condotta da Steven Kaplan su aziende con elevata incidenza della leva finanziaria, è risultato che un eventuale stima dei costi indiretti correlati al fallimento risulti compresa in intervallo del 10 – 20% del valore del capitale economico dell'azienda³¹.

2.7 Le possibili configurazioni di valore

Nonostante i PIV non dedichino una sezione apposita alle valutazioni necessarie o consigliabili in sede di procedure concorsuali, ovvero in caso di crisi d'impresa, si ritiene utile richiamare le configurazioni di valore, più adatte alla fattispecie.

Per scegliere la configurazione di valore più coerente bisogna però tener presente da un lato le differenze fra prezzo, costo e valore, dall'altro le finalità della stima.

Il concetto di valore differisce da quello di prezzo e costo, in quanto:

- Il prezzo è una grandezza empirica e corrisponde al corrispettivo negoziato per la vendita di un'attività o un bene. Si differenzia dal valore soggettivo, e quindi dal valore generale, in considerazione di fenomeni contingenti in relazione alla domanda e all'offerta nonché alle motivazioni delle controparti ed alla forza contrattuale delle stesse
- Il costo è anch'esso una grandezza empirica, oggettivamente rilevabile, pari all'ammontare dei beni e delle risorse utilizzati ai fini dell'acquisizione o della realizzazione dell'oggetto della valutazione. Si tratta di un concetto strettamente connesso con il prezzo, in quanto il prezzo pagato per acquisire un bene o un'attività corrisponde al costo per l'acquirente
- Il valore, invece, non risulta essere una grandezza empirica, bensì può rappresentare:
 - Il “prezzo più verosimile” da corrispondere per una possibile acquisizione di un'attività (i.e. valore di scambio, o di mercato)
 - I “benefici economici offerti” da tale attività a un *player* di mercato (i.e. valore intrinseco) o al detentore dell'attività stessa o a colui che potrà detenerla (i.e. valore di investimento)

In particolare, possono essere individuate sei diverse categorie di configurazioni di valore³²:

- a. Valore intrinseco o fondamentale
- b. Valore di mercato

³⁰ “Bankruptcy and agency costs: their significance to the theory of optimal capital structure”. R. Haugen e L.Senbet. 1988

³¹ “How costly is financial distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed”. Journal of Finance. 1998

³² “Valutazioni di azienda e Operazioni straordinarie”. G. Natalucci, P. Ceroli, A. Marchegiani. 2014

- c. Valore di investimento
 - d. Valore negoziale equitativo
 - e. Valore convenzionale
 - f. Valore di liquidazione
-
- a. Il valore intrinseco o fondamentale di un'attività finanziaria o reale corrisponde alla valorizzazione che un operatore di mercato, indipendente e in condizioni di trasparenza informativa, potrebbe attribuire all'attività medesima in relazione ai benefici economici dall'attività stessa offerti, e in funzione dei rischi connessi a un simile investimento nell'attività. Il valore intrinseco, anche detto valore del capitale economico della società, è il risultato dell'analisi fondamentale, che tiene in considerazione sia gli indicatori di mercato per la definizione degli *input* (i.e. tasso di sconto), sia la stima dei benefici economici dell'attività (i.e. flussi di cassa attesi), nel contesto dei rischi connessi a un simile investimento. In assenza di asimmetria informativa, il valore intrinseco dovrebbe corrispondere al valore di mercato; viceversa, in presenza di turbolenze sul mercato, è possibile che il prezzo di mercato (cfr. infra) diverga in maniera anche considerevole dai fondamentali impliciti del valore intrinseco.
 - b. Il valore di mercato di un'attività finanziaria o reale corrisponde al prezzo al quale tale attività potrebbe verosimilmente essere scambiata in un mercato trasparente tra operatori razionali e indipendenti. Il valore di mercato, in ipotesi di razionalità del mercato e di assenza di asimmetria informativa tra gli operatori, dovrebbe convergere verso il valore intrinseco (o fondamentale). In presenza di un mercato esposto a volatilità, asimmetria informativa tra gli operatori, il valore di mercato risulta strettamente correlato all'orizzonte temporale di riferimento ed è verosimile che diverga in maniera consistente dal valore intrinseco o fondamentale.
 - c. Il valore di investimento è rappresentato dai benefici offerti da un'attività finanziaria o reale per il soggetto che la possiede, con finalità industriali o a mero scopo di investimento. Il valore di investimento è dunque un valore soggettivo, mutevole in funzione dell'attività sottostante e del contesto di riferimento. Infatti, risulta strettamente correlato sia alle peculiarità dell'attività, sia a quello del soggetto possessore di tali attività. In particolare, il valore di investimento riflette il potenziale apporto di sinergie estraibili derivanti dall'acquisizione del bene. Ciò che può risultare un incentivo per gli operatori ad avviare transazioni di mercato è rappresentato dallo sconto tra valore di mercato e valore di investimento, estraibile grazie alle potenziali sinergie derivanti dall'integrazione tra l'attività reale o finanziaria oggetto della transazione con il *business as-is* dell'acquirente.
 - d. Il valore negoziale di un'attività finanziaria o reale corrisponde al prezzo al quale tale attività potrebbe essere scambiata ad una definita data di riferimento, fra due o più operatori di mercato equamente informati sull'attività oggetto di scambio, in modo tale che gli interessi di entrambi gli

operatori vengano equamente bilanciati. Il valore negoziale è un valore soggettivo e, come opportunamente richiamato dai principi contabili internazionali³³, si chiarisce che il valore negoziale (i.e. “*fair value*”) differisce dal valore di mercato (i.e. “*market value*”) in quanto si basa su una stima di un prezzo equo per le controparti coinvolte nella transazione, tenendo conto dei relativi benefici e/o svantaggi connessi alla transazione; viceversa, il valore di mercato invece non include qualsiasi tipologia di beneficio che non sia accessibile a tutti gli operatori coinvolti.

- e. Il valore convenzionale deriva dall’applicazione di determinati criteri definiti da date controparti sul mercato, appositamente per la sua determinazione. La correttezza del valore attribuito è dipendente esclusivamente da una puntuale implementazione degli assunti valutativi concordati dalle controparti.

Alcuni esempi di valore convenzionale vengono declinati nel seguito:

- Valori derivanti dall’applicazione di criteri regolamentari (i.e. valutazioni di esperti indipendenti richieste dalla legge in presenza di operazioni straordinarie)
- Valori derivanti da norme fiscali
- Valori derivanti dall’applicazione di definiti principi contabili (i.e. valore recuperabile)
- Valori derivanti da determinate clausole contrattuali

- f. Il valore di smobilizzo corrisponde al prezzo da corrispondere in condizioni non ordinarie di chiusura del ciclo di investimento. Alcuni esempi di situazioni per le quali si deve determinare un valore di smobilizzo vengono declinate nel seguito:

- Vendita di un bene anteriore alla conclusione definita nel contratto
- Accelerazione della dismissione di un bene, traendo svantaggi dalle condizioni del mercato (i.e. vendite effettuate in orizzonti temporali limitati)
- Cambiamento delle caratteristiche del bene e/o dell’attività al fine di facilitare un processo di dismissione sul mercato (i.e. frazionamento di un bene)

³³ Cfr. IFRS 13

3. Ambiti di applicabilità dei metodi di valutazione

3.1 Variabili chiave nel processo valutativo

Il processo di determinazione del valore di un'azienda *target* necessita di uno studio *ex ante* volto a determinare analiticamente la natura della crisi aziendale e in particolare:

- Le cause che hanno determinato lo *status* di crisi di un'azienda. In via preliminare e non esaustiva, possono essere identificate (i) cause relative al *business model* e a fattori idiosincratici del mercato in cui l'impresa opera, che hanno condotto l'azienda stessa a una perdita "strutturale", (ii) cause legate a una gestione non ottimale del circolante che incidono sull'affidabilità finanziaria dell'azienda con controparti quali istituti finanziari e fornitori della stessa; (iii) *shock* esogeni di mercato per imprese poco diversificate ed eccessivamente esposte al rischio sovrano del paese in cui operano;
- La rilevanza della crisi dell'azienda e il suo grado di impatto sull'assetto strategico, gestionale, strutturale;
- L'abilità del *management* nel determinare un'inversione del ciclo recessivo in cui l'azienda opera, dimostrato anche dal *track-record* dei *top manager* in esperienze pregresse di analoga natura;
- Il *framework* temporale stimato dal *management* per l'entrata in vigore di azioni di sviluppo eventualmente risolutive delle criticità emerse;
- Nei casi più complessi in cui per l'azienda non risultano opzioni alternative a quelle del percorso di liquidazione, il tempo che separa l'azienda dalla cessazione delle attività;
- Il giudizio degli operatori di mercato circa lo stato di crisi dell'azienda.

L'analisi puntuale delle variabili sopra descritte risulta un momento cruciale nell'ambito della valorizzazione di un'azienda *target*, in quanto la prima tematica rilevante da affrontare ai fini valutativi è comprendere se l'azienda debba essere valorizzata sulla base dei seguenti aspetti:

1. Il proprio assetto strategico, gestionale, strutturale esistente, ovvero bisogna comprendere se l'azienda sia in grado di generare valore continuando ad operare secondo il *business model as-is*. In tale scenario, la valorizzazione deve essere attribuita all'azienda interamente considerata, in grado di garantire un *going concern* senza porre in essere eventuali azioni di sviluppo per risolvere la situazione di crisi. Viceversa, se l'azienda si trova in un contesto di liquidazione o dismissione, risulta importante ai fini valutativi lo studio di alcune delle variabili sopra descritte, quali il tempo che separa l'azienda dalla cessazione delle attività, oppure la dimensione attribuita alla valorizzazione dell'azienda al termine del periodo esplicito (i.e. *Terminal Value*) in caso di applicazione di metodi valutativi basati sui flussi di reddito.
2. La "somma delle parti", ovvero l'azienda nel complesso non risulta in grado di continuare ad erogare prodotti / servizi con livelli di redditività tali da garantire un *going concern*, pertanto dismettere le componenti dell'azienda singolarmente consente di raggiungere livelli di valorizzazione più elevati

che dismettere l'azienda nel complesso. In tale scenario, la valorizzazione deve risultare pari alla sommatoria delle singole componenti aziendali individualmente considerate e, in particolare, tale valore risulterà pari al loro *fair value*, ovvero al prezzo di vendita verosimilmente riconosciuto da un investitore terzo sul mercato al momento della dismissione del bene (i.e. metodi di natura patrimoniale).

3. Il piano di risanamento in essere, rinegoziato con l'istituto di credito. In tale scenario, le scelte valutative devono transitare attraverso lo studio e l'attendibilità delle azioni di sviluppo individuate dal management e destinate a invertire il ciclo di crisi in cui l'azienda target versa. In tale contesto, la valorizzazione deve essere attribuita all'azienda nel suo complesso, espressa sulla base della capacità della stessa di generare delle fonti di reddito future sulla base delle azioni di sviluppo individuate dal management. Risulta quindi opportuna in tale ambito l'applicazione di metodi di natura reddituale (i.e. attualizzazione degli utili netti prospettici attesi).

I processi valutativi delle aziende in crisi prevedono una valutazione economica volta a cogliere il valore d'azienda o di parti aziendali in presenza di assetti strategici, gestionali, strutturali (abbr. "SGS") invariati (*as it is*); nel caso di aziende in crisi è un processo valutativo riferibile ad un complesso aziendale funzionante, e destinato alla continuità solo se l'azienda ha già in sé assetti tali da condurre al risanamento senza interventi correttivi. In condizioni diverse, si tratta di un processo valutativo rivolto ad aziende destinate alla cessazione o liquidazione.

La valutazione finalizzata a cogliere il valore d'azienda in presenza di assetti SGS "*as it may be*" corrisponde al valore di liquidazione dei singoli elementi del patrimonio aziendale.

La coerenza tra contesti valutativi, processi valutativi e configurazioni di valore (cfr. paragrafo 2.7) è garantita dalle scelte effettuate sui singoli parametri della valutazione. Un processo valutativo ad assetti SGS soggetti ad interventi correttivi può portare alla determinazione di un valore di mercato piuttosto che ad uno d'investimento in dipendenza del fatto che gli interventi correttivi siano adottabili dalla generalità degli operatori o da specifici operatori.

Il processo valutativo ad assetti invariati è solitamente applicabile in assenza di un piano di risanamento formalizzato; tuttavia, anche in presenza di piani di risanamento può essere richiesto al professionista di adottare un processo valutativo ad assetti invariati non tenendo conto degli interventi correttivi in esso assunti.

3.2 I metodi di valutazione

La valutazione di un'azienda in crisi può essere determinata attraverso differenti metodi di valutazione validamente riconosciuti dai "Principi Italiani di Valutazione" e dalle prassi consolidate di mercato. Una premessa valida per l'utilizzo di tutti i metodi riguarda la necessità di garantire razionalità e trasparenza

all'intero processo valutativo, motivando adeguatamente le principali scelte compiute. Tali metodologie verranno declinate nel seguito.

3.2.1 Il metodo del Discounted Cash Flow

Il razionale sottostante un metodo di natura finanziaria risiede nel fatto che il valore di un'azienda ad una determinata data può essere rappresentato dai flussi di cassa che l'azienda stessa genererà durante la sua vita futura, opportunamente scontati per rifletterne una continuità aziendale e i fattori di rischio.

Data l'oggettiva difficoltà nel predire la durata temporale di una società e stante l'ipotesi che le aziende solitamente hanno una vita di medio-lungo termine, tale metodo si basa sull'ipotesi che l'azienda abbia ipoteticamente una durata infinita.

Per ovvie ragioni, questo periodo "infinito" è diviso in due sotto-periodi: un periodo di previsione esplicito, solitamente riferito ai primi 3/5 anni di stima, nel quale i flussi di cassa sono puntualmente stimati, e il periodo residuale, nel quale il valore residuale dell'azienda è stimato sulla base di assunzioni dettagliate nel seguito.

Alla luce di ciò, il *Discounted Cash Flow* (c.d. "DCF") assume che il valore economico di una società (i.e. *Enterprise Value*) sia ottenuto sommando:

- Valore attuale dei flussi di cassa futuri generati nell'orizzonte temporale prescelto di previsione (i.e. periodo esplicito) relativi alla gestione operativa del business
- Capitalizzazione perpetua del flusso di cassa normalizzato dell'ultimo anno di previsione

L'applicazione del DCF comporta l'utilizzo della seguente formula:

$$EV = \sum_{k=1}^n \frac{FCFF_k}{(1+WACC)^k} + TV$$

Dove:

EV = Valore del capitale investito o valore generale dell'impresa

WACC = Media ponderata del costo del capitale di debito (K_d) e del costo del capitale proprio (K_e)

$FCFF_k$ = Flussi di cassa operativi attesi in un periodo di proiezione esplicito

n = Periodo esplicito delle proiezioni (anni)

TV = Valore residuo o *Terminal Value* determinato come valore attuale di una rendita perpetua rappresentata dal flusso di cassa operativo per gli esercizi successivi al periodo di pianificazione esplicita

La premessa per poter calcolare il *Terminal Value* come rendita perpetua dell'ultimo flusso di cassa della previsione esplicita con un dato tasso di crescita (g), è che l'azienda abbia raggiunto, nell'anno da cui parte il calcolo del valore residuale, una fase di sostanziale stazionarietà della crescita (c.d. "steady state"). Si va ad

ipotizzare, pertanto, che da quell'anno l'impresa cresca ad un tasso di crescita costante ogni anno della vita residuale dell'azienda utilizzando la "Formula di Gordon":

$$FCFF_{n+1} = CF_n * (1 + g)$$

Dove:

$FCFF_{n+1}$ = Flusso di cassa operativo medio sostenibile atteso dopo il periodo di pianificazione esplicita

CF_n = Flusso di cassa normalizzato

g = Tasso di crescita atteso dei flussi di cassa dell'impresa dopo il periodo di pianificazione esplicito

In termini analitici il *Terminal Value* viene determinato come:

$$TV = \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g} (1 + WACC)^{-n}$$

3.2.1.1 Key inputs per la stima del DCF

Gli elementi necessari per una valutazione basata sul metodo del *Discounted Cash Flow* sono:

- Flussi di cassa attesi
- Tasso di sconto
- Tasso di crescita

I flussi di cassa sono i flussi monetari generati / assorbiti dalle attività operative dell'azienda, i.e. *cash flow* derivanti dalle operazioni ordinarie. Essi sono calcolati secondo una logica "unlevered", al lordo degli oneri finanziari, quindi idonei a ripagare sia il Debito che l'Equity, come evidenziato nel seguito:

Earnings Before Interest and Taxes

(-) *Figurative taxes on operating income*

(+) *Depreciation and amortization, net of the use of provisions*

(-) *Increase (decrease) in working capital*

(-) *Investment (divestment) in fixed assets*

(=) *Unlevered cash flow*

Il tasso di sconto rappresenta il ritorno richiesto da tutti i soggetti che hanno finanziato l'azienda in termini di capitale proprio e capitale di debito.

Esso è determinato applicando la formula del WACC (*Weighted Average Cost of Capital*):

$$WACC = K_e * W_e + K_d * W_d (1 - t)$$

Dove:

K_e = Costo dell'*Equity*

W_e = Peso dell'*Equity*

K_d = Costo del Debito

W_d = Peso del Debito

t = *tax rate*

Il costo del capitale proprio (i.e. *Equity*) rappresenta la remunerazione richiesta dagli *shareholders*.

Come *framework* generale, il ritorno atteso sugli investimenti può essere calcolato come la somma del *Risk Free Rate* e di un extra-ritorno in grado di compensare il rischio più elevato, stimato sulla base dell'ipotesi che l'investitore abbia un portafoglio investimenti diversificato.

Il CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), uno degli approcci più comunemente utilizzati per stimare il costo del capitale proprio, è rappresentato dalla seguente formula di regressione lineare:

$$E(R_i) = R_f + B * (RP_m)$$

Dove:

$E(R_i)$ = ritorno atteso per un singolo titolo (Costo del Capitale Proprio)

R_f = tasso di ritorno atteso per un titolo privo di rischio

B = Beta

RP_m = *Equity Risk Premium* per il mercato

Il coefficiente Beta (β) è inteso come misura del rapporto tra il grado di variabilità del rendimento di un'azione rispetto alle variazioni del mercato azionario nel suo complesso. In formula:

$$B_i = \frac{COV_{i,m}}{var_m}$$

Dove:

$Cov_{i,m}$ = esprime la covarianza esistente tra il rendimento espresso dal portafoglio di mercato (m) e quello del titolo i-esimo (i)

Var_m = rappresenta la varianza espressa dai rendimenti del portafoglio di mercato

Una delle possibili metodologie per il calcolo del costo del debito, solitamente inferiore al costo del capitale proprio, in quanto il rischio è inferiore rispetto a quello a cui sono esposti gli azionisti - poiché i finanziatori esterni, quali banche, hanno diritto di prelazione sulla restituzione della somma prestata -, è la somma del rendimento *risk free* di lungo termine e il *credit spread* che esprime il merito di credito dell'impresa:

$$K_d = R_f + spread$$

Dove:

$R_f = Risk\ Free\ Rate$

spread = stimato sulla base del *rating* della società; solitamente l'indice di copertura degli interessi (c.d. "ICR") è considerato una buona *proxy* per misurare la capacità di ripagare gli oneri finanziari

La corretta stima del WACC è quanto mai cruciale nella definizione di una corretta stima nella fattispecie delle aziende in crisi che solitamente possono avere un livello di indebitamento, almeno inizialmente, alquanto significativo.

Quando l'oggetto della valutazione è una società in crisi, il problema si rivela particolarmente complesso. In questo caso l'azienda avrà un maggiore costo del capitale, in termini sia di costo del capitale proprio che di costo del debito.

In tale contesto, nel calcolo del costo *dell'Equity* secondo il metodo del *Capital Asset Pricing Model* ("CAPM"), il beta sottostima il rischio in quanto rappresenta il rischio sistematico o di mercato, non diversificabile.

Perciò, al fine di evitare inconsistenti stime del beta e conseguentemente del costo *dell'Equity*, devono essere effettuati specifici aggiustamenti.

Generalmente, possono essere utilizzati diversi approcci per effettuare le correzioni dovute:

- Costruire la stima del beta secondo un approccio *bottom-up*, e aggiungere sia un premio per la dimensione (c.d. *size premium*) – nella prassi noto anche con il nome di Ibbotson - sia il rischio specifico della società in crisi. Tale approccio, che conduce a risultati più affidabili rispetto a quelli derivanti dalla stima del *top-down*, richiede l'individuazione di società quotate comparabili rispetto alle specificità del business della società valutata e la stima dei *regression beta levered* dei *comparables*.

Occorre, a questo punto, trasformare il beta *levered* medio ottenuto in beta *unlevered*, cioè depurato dello specifico rischio finanziario, come segue:

$$B_U = \frac{B_L}{[1+(1-T)*(D/E)]}$$

e successivamente ritrasformarlo in beta *levered* alla luce della specifica struttura finanziaria dell'impresa oggetto di valutazione:

$$B_L = B_U * [1+(1-T)*(D/E)]$$

- Stimare il rischio operativo di un'azienda in stato di crisi e confrontarlo con i rendimenti osservati sul mercato
- Usare il modello a tre fattori di Fama e French
- Aggiustare il costo dell'*Equity* aggiungendo un elevato premio per il rischio finanziario; una delle più importanti fonti per i premi è rappresentata dallo studio di Duff e Phelps
- Usare una misura di rischio basata sulla volatilità implicita derivante dalle opzioni

Il più elevato livello di leva finanziaria della società e il più alto costo del debito riflettono la maggiore esposizione al rischio di fallimento.

In tale contesto, bisogna anche tener conto dell'ineducibilità degli interessi passivi e, di conseguenza, la riduzione dei benefici fiscali collegati alle perdite operative.

Le principali differenze tra il metodo del *Discount Cash Flow* e dell'*Adjusted Present Value*, analizzate nel dettaglio nei paragrafi successivi, risiedono nel fatto che nel primo caso il beneficio fiscale è già incorporato nel costo del debito, mentre nella seconda metodologia è calcolato separatamente e successivamente aggiunto al valore *unlevered* della società. Quindi, il tasso di sconto dei flussi di cassa calcolato con il metodo del DCF è rappresentato dal WACC, mentre nell'APV dal costo dell'*Equity unlevered*, coerentemente con l'obiettivo di determinare il valore di un'azienda interamente finanziata da capitale proprio.

Con il secondo approccio, si evita di effettuare un'ipotesi approssimativa circa il livello di *leverage* della società e di modellare meglio l'evoluzione dei benefici fiscali.

Il tasso di crescita "g" è un tasso costante al quale i flussi di cassa normalizzati sono stimati crescere ogni anno della vita residuale dell'azienda. Si assume che il tasso sia uguale all'indice dei prezzi al consumo previsto per l'ultimo anno di piano, fornito dall'*Economist Intelligence Unit*.

Il tasso di crescita può essere calcolato come segue, sulla base della formula del tasso di reinvestimento:

$$g = \text{Reinvestment Rate} * \text{ROC}$$

Dove:

$$\text{Reinvestment Rate} = \frac{\text{Capital expenditure} - \text{Depreciation} + \text{DNoncash WC}}{\text{EBIT} * (1 - \text{Tax Rate})}$$

$$\text{Return on Capital} = \frac{\text{EBIT} * (1 - \text{Tax Rate})}{(\text{BC of equity} + \text{BV of debt} - \text{Cash})}$$

3.2.2 Il metodo dell'*Adjusted Present Value*

Il metodo dell'*Adjusted Present Value* (c.d. "APV") scinde l'*Enterprise Value* di un'azienda nella somma del valore "unlevered" – ipotizzando che la società non ricorra a capitale di debito, ma sia finanziata interamente da capitale proprio -, il valore attuale dei benefici fiscali derivanti dalla deducibilità degli oneri finanziari e i *distressed cost*.

$$\text{Enterprise Value} = \text{"Unlevered" Enterprise Value} + \text{PV of tax savings} - \text{PV of distressed cost}$$

L'azienda viene, quindi, valutata scontando i flussi di cassa al costo del capitale che sosterebbe in ipotesi di assenza di debito, a cui viene sommato il *tax shield* derivante dal livello di indebitamento dell'azienda stessa.

Dal calcolo devono poi essere sottratti i *distressed cost*, che includono i costi diretti di negoziazione del debito, la ristrutturazione, le *legal fee* etc., e i costi indiretti, solitamente più gravosi rispetto ai primi, in quanto legati alla perdita di reputazione e dei clienti, al peggioramento delle condizioni negoziali con i fornitori, alla perdita di dipendenti stimati a favore dei concorrenti etc.

I vantaggi derivanti dall'applicazione di tale metodo sono individuabili nella capacità di riuscire a tener conto sia dell'effettiva incidenza della struttura finanziaria del capitale nella valutazione d'azienda, che dell'evidenziazione delle diverse componenti di valore dell'azienda, distinguendo in particolare tra valore realizzato dall'attività operativa e valore derivante dalla leva finanziaria.

Il metodo APV risulta, dal punto di vista dell'applicabilità, preferibile rispetto al metodo del DCF qualora la struttura del capitale della società oggetto di valutazione vari sensibilmente nel corso del tempo.

Attraverso l'utilizzo del metodo, infatti, si riesce agevolmente a tener conto dell'effettiva incidenza della struttura finanziaria del capitale nella valutazione d'azienda, nonché delle diverse componenti di valore dell'azienda. Si desume, quindi, che tale metodo sia concettualmente e operativamente più appropriato da utilizzare quando si ha a che fare con aziende in parte o totalmente finanziate dal debito, e quando il livello del debito varia sensibilmente nel corso del tempo, connotati propri di aziende in crisi.

Dal punto di vista analitico, i flussi di cassa "*unlevered*" sono calcolati come segue:

Earnings Before Interest and Taxes

(-) *Taxes paid on EBIT*

(+) *Depreciation and amortization*

(-/(+)) *Increase (decrease) in Working Capital*

(-/(+)) *Investment (divestment) in fixed assets*

(=) *Unlevered Cash Flow*

Essi sono scontati al costo dell'Equity "*unlevered*", coerentemente con l'obiettivo di determinare il valore di un'azienda interamente finanziata da capitale proprio.

$$K_{eu} = R_f + B_u * \text{Market Risk}$$

Una volta ottenuto il valore dei flussi di cassa opportunamente scontati, esso viene sommato al *Terminal Value*, calcolato assumendo che il valore del *cash flow* normalizzato cresca ad un tasso di crescita costante ogni anno della vita residuale.

$$\text{Terminal Value} = \frac{FCF_{n+1}}{(K_{eu} - g)}$$

Dove:

FCF_{n+1} = flussi di cassa normalizzati

K_{eu} = costo dell'Equity *unlevered*

g = tasso di crescita atteso

Il valore dei benefici fiscali da sommare al valore *unlevered* è calcolato come somma dei benefici fiscali annuali previsti, opportunamente scontati al k_{eu} .

Lo scudo fiscale rappresenta il *present value* dei risparmi sul reddito dovuti alla deduzione degli interessi. I *distressed cost* sono calcolati come prodotto tra la probabilità di *default* e i costi diretti e indiretti del fallimento.

3.2.3 Il metodo del *Changing Capital Structure*

Il metodo del *Changing Capital Structure* (c.d. "CCS") parte dall'assunzione propria del metodo del DCF secondo cui il livello del debito è costante durante l'intera vita dell'azienda, per sostenere, al contrario, l'ipotesi di un cambiamento costante nella struttura del capitale di un'azienda nel corso della sua vita.

Tale assunzione appare ancora più realistica e sostenibile nel caso in cui le aziende riversano in uno stato di crisi, caratterizzate da una forte variazione del livello di debito, elevato nei primi anni e decrescente negli anni successivi, fino al raggiungimento di un livello costante nel lungo periodo, una volta che l'azienda è uscita dallo stato di crisi.

Nel metodo del CCS pertanto - presupposto il cambiamento costante della struttura del capitale -, la valutazione viene effettuata assumendo un WACC specifico per ogni anno del periodo esplicito ed estendendo tale periodo fino al momento in cui l'azienda non raggiunge una situazione stabile e normale. In altre parole, il CCS consente di stimare il *Terminal Value* - in normali condizioni di *business* - di una società non più in crisi.

I flussi di cassa netti attesi normalizzati sono analizzati, nel periodo esplicito, sotto l'assunzione che la società sopravvivrà e sarà in grado di adempiere ai debiti nel corso del tempo, riducendo il livello di crisi. Tutte le componenti necessarie per la stima del costo del capitale cambiano di anno in anno nel corso del periodo esplicito, come conseguenza della riduzione del livello di indebitamento. Il costo del debito si riduce non appena il debito viene ripagato così come il rischio di credito, mentre il *rating* aumenta.

Anche il costo dell'Equity, e il conseguente rischio finanziario, si riducono con il ridursi della situazione di crisi.

Ne consegue un decremento complessivo del costo del capitale, i.e. WACC.

Come già anticipato, utilizzando il metodo del DCF, nel periodo esplicito si assume un livello di leva finanziaria costante nel calcolo del WACC. Questo approccio non è tuttavia utilizzabile nel caso di aziende in stato di crisi, a causa del cambiamento del rapporto indebitamento/mezzi propri negli anni, che porta a ritenere che sia meglio assumere un differente livello di *leverage* e di WACC per ciascun anno di piano.

In ipotesi di aziende in stato di crisi possono essere proposti i due seguenti approcci:

- “Approccio semplificato”: calcola il rapporto indebitamento/mezzi finanziari di ciascun anno sulla base di alcune assunzioni semplificative
- “Approccio dettagliato”: calcola il valore di ciascun anno partendo dall'ultimo anno e tornando indietro al valore di mercato dell'*Equity* alla data di riferimento

Andando ad analizzare più dettagliatamente il primo approccio, come *proxy* per il valore di mercato si può considerare il *leverage* medio delle società comparabili selezionate nel *panel* per la stima del Beta.

Per gli altri anni vengono utilizzate assunzioni semplificative.

Nel seguito vengono riportate graficamente le principali assunzioni alla base dell'approccio:

Grafico 11 – Changing Capital Structure Method, Approccio semplificato – Principali assunzioni³⁴

<i>Changing Capital Structure Method - Approccio semplificato</i>				
	CF ₁	CF ₂	...	CF _{n,norm}
<i>Discounted:</i>	@	@		@
	WACC ₁	WACC ₂	...	WACC _{norm}
<i>Valuation Assumption - Market Value Equity and Debt</i>				
Approccio semplificato	D/E ₁	D/E ₂	...	D/E _{market comparables}

L'approccio dettagliato parte dall'ultimo anno del periodo di previsione - c.d. *Terminal Value* – ai fini della determinazione del valore di ciascun anno del periodo esplicito sulla base del valore della società nell'anno successivo e riassumendo i flussi di cassa scontati ad un costo del capitale determinato con un approccio iterativo.

Tale approccio prevede come primo passo quello di stimare il valore dell'impresa all'ultimo anno del periodo esplicito – anno in cui ci si attende che l'azienda raggiunga una struttura del capitale stabile – scontandolo ad un WACC che abbia come *input* il valore dell'*Equity* e del debito coerente con i valori di *output*.

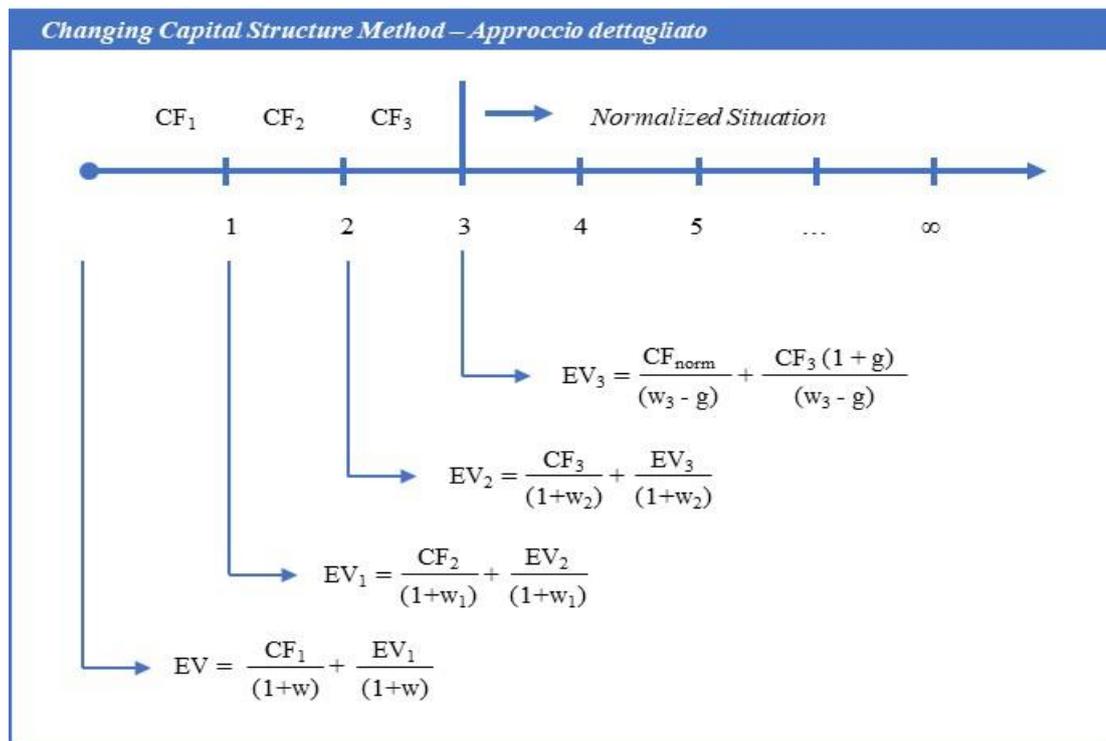
Una volta ottenuto il valore normalizzato con una struttura del capitale normalizzata, si calcola il valore dell'azienda nel precedente anno come somma tra i flussi di cassa dell'ultimo anno del periodo esplicito

³⁴ Special Cases of Business Valuation, Marco Vulpiani, 2014

scontati al WACC dell'anno in corso e l'*Enterprise Value* dell'ultimo anno opportunamente scontato al WACC in questione.

Costo del capitale, *Enterprise Value* e i componenti di debito e *Equity*, determinati con un approccio iterativo nell'ultimo *step*, sono gli *output* a cui si cerca di giungere alla data di riferimento della valutazione. Nella seguente tabella è mostrato graficamente il “*backward process*” al fine di determinare il WACC alla data di riferimento.

Grafico 12 – Changing Capital Structure Method, Approccio dettagliato – “Backward process” per la determinazione del WACC alla data di riferimento³⁵



3.2.4 Il metodo patrimoniale

Le metodologie di valutazione di natura patrimoniale trovano ambito di applicazione laddove lo stato di crisi in cui versa l'azienda sia tale da inficiare metodi di valutazione di natura reddituale basati sul presupposto del *going concern*, e risulti, quindi, più opportuno valutare l'azienda sulla base della sommatoria dei singoli ambiti di attività / rami d'azienda.

Il metodo patrimoniale si basa sul principio secondo cui la valorizzazione dell'azienda è rappresentata dal proprio patrimonio netto rettificato. Tale stima è ottenuta come differenza tra il *fair value* (i.e. valore corrente di realizzo) delle consistenze dell'attivo e del passivo dello stato patrimoniale, riveniente alla data di valutazione. Tale metodologia si basa sulle valutazioni delle poste attive e passive secondo una logica

³⁵ Special Cases of Business Valuation, Marco Vulpiani, 2014

basata sul valore corrente di realizzo e, nel caso di un'azienda senza prospettiva di *going concern*, ovvero di continuità del funzionamento aziendale, tale valorizzazione coincide con il valore di liquidazione.

Possono essere distinte due principali varianti del metodo patrimoniale:

- il Metodo Patrimoniale Semplice, che valorizza il patrimonio tangibile dell'impresa (i.e. il passivo dello stato patrimoniale e dell'attivo prende in considerazione i beni materiali, i crediti al loro valore di presumibile realizzo e le poste di cassa o *cash-equivalent*);
- il Metodo Patrimoniale Complesso, include nella valorizzazione anche le risorse intangibili dell'impresa (i.e. avviamenti, marchio, riconoscimento della *customer base*);

Il Metodo Patrimoniale Semplice prende in considerazione il valore del capitale economico dell'azienda *target* (W) ponendolo uguale al patrimonio netto rettificato (PNR). In formula risulterà:

$$W = PNR = \text{Patrimonio Netto Contabile} + \text{Rettifiche patrimoniali}$$

Dove il patrimonio netto rettificato (PNR) viene determinato sulla base dei seguenti *step* procedurali:

- viene accertata la valorizzazione del patrimonio netto contabile rilevato dai bilanci di esercizio dell'azienda *target*
- vengono aggiunte al patrimonio netto contabile le eventuali plusvalenze (P) e/o minusvalenze (M) emerse dalle procedure di rettifica delle poste patrimoniali e/o le rettifiche necessariamente da apportare per uniformarsi ai principi contabili

In particolare, nel Patrimonio Netto viene incluso anche l'utile riveniente dall'esercizio, mentre devono essere esclusi gli importi per i quali sia già stata determinata un'eventuale distribuzione alla base societaria (i.e. dividendi o altre riserve distribuibili) e le azioni proprie.

Pertanto la formula risulterà la seguente:

$$PNR = \text{Patrimonio Netto} + (P1 + P2 + \dots) - (M1 + M2 + \dots)$$

Le metodologie di natura patrimoniale, sia in forma semplice sia in forma complessa, vengono inoltre utilizzate, in contesti liquidatori, quale parametri di valutazione per scelte di "*make or buy*", ovvero come valutazione della convenienza circa continuare le attività oppure valutare lo scenario di cessarle.

3.2.5 Il metodo misto patrimoniale-reddituale

La metodologia di valutazione mista di natura patrimoniale-reddituale (detta anche metodologia che esplicita la creazione di valore), nella declinazione che prevede la stima autonoma del *goodwill* (*badwill*), determina la valorizzazione di un'azienda *target* come somma dei seguenti elementi:

- Il patrimonio netto contabile dell'azienda, rivisto con le opportune rettifiche e quindi espresso a valori correnti;

- L'avviamento dell'azienda target, inteso come valore attuale del “*surplus*” dei redditi che il capitale netto investito nell'impresa risulta in grado di generare rispetto al reddito normale medio atteso dagli investitori in capitale di rischio nel settore di riferimento per investimenti con caratteristiche di rischio analoghe. Si precisa che l'avviamento può risultare negativo nell'ipotesi di generazione di “sotto-redditi”, e in tal caso si parla di disavviamento.

In particolare, tale metodo si basa sull'applicazione della seguente formula:

$$W = K + a_{n|i'} \cdot (R - iK) + SA$$

Dove:

W = valore del capitale economico dell'azienda;

K = valore del patrimonio netto rettificato, al netto dei beni non strumentali;

R = reddito medio netto normalizzato;

SA = valore dei beni non strumentali (*surplus asset*);

$a_{n|i'}$ = funzione di attualizzazione di una rendita posticipata della durata di n anni al tasso i' ;

i = tasso di rendimento sul capitale di rischio giudicato normale per il settore di appartenenza dell'azienda;

i' = tasso di attualizzazione del sovra(sotto)-reddito aziendale

La valorizzazione di un'azienda *target* secondo tale approccio si basa sul concetto secondo cui il capitale di un'impresa è funzione delle consistenze dei propri *asset*, sia di natura tangibile, sia di natura intangibile, congiuntamente a una stima delle potenzialità del *management* dell'impresa, misurate come capacità di generare dei volumi di reddito superiori a quelli “normali” in contesti analoghi a quello in cui l'impresa opera. Tali potenzialità vengono misurate su un orizzonte temporale compreso tra 5 e 10 anni.

Nelle aziende in uno stato di crisi e/o tensione finanziaria, bisogna ulteriormente tenere in considerazione che il valore dei cespiti tra gli attivi non può risultare inferiore all'ammontare totale degli ammortamenti.

Dunque, ai fini della determinazione del patrimonio netto rettificato, le consistenze in cespiti nell'attivo possono essere valutate secondo la capacità totale dell'ammortamento dell'azienda *target*, senza necessità di dover rivalutare analiticamente ogni singolo cespite.

Inoltre, ai fini della determinazione del “rendimento normale medio” atteso con cui determinare il sorgere del *goodwill* / *badwill*, devono essere presi in considerazione tutti i fattori aggiuntivi di rischio derivanti dalle possibili passività esplicite nel bilancio di esercizio e/o latenti collegate all'impresa in crisi ed emerse durante il periodo di tensione finanziaria (i.e. concordati preventivi, procedure concorsuali, ecc.).

3.2.6 Il metodo dell'Option Value

Nel 1973 Fisher Black e Myron Scholes elaborarono un modello di *pricing* delle opzioni finanziarie di tipo europeo, e cioè non liquidabili prima della scadenza, che ottenne una diffusione immediata negli ambienti della finanza.

Tale metodo può essere utilizzato nella valutazione di aziende in stato di crisi nella misura in cui il patrimonio netto è considerato come una *put option*, rispetto all'alternativa della liquidazione.

Il modello parte dall'ipotesi di assenza di arbitraggio nel mercato per costruire un portafoglio privo di rischio composto da opzioni e attività sottostanti, calcolandone il valore attuale stante l'ipotesi che il suo rendimento sia uguale al *risk free rate*.

La *put option* viene valutata sulla base delle seguenti assunzioni:

- Il valore degli *asset* sottostanti è uguale al valore dell'azienda
- Il prezzo d'esercizio coincide con il valore nominale del debito
- La vita dell'*option* è uguale alla vita del *zero-coupon debt*
- Cambiamenti nel valore degli *asset* sottostanti coincidono con cambiamenti nel valore dell'azienda
- Il tasso privo di rischio è uguale ai rendimenti dei titoli di stato corrispondenti alla vita delle opzioni

Ed è ripagata come segue:

$V - D$, se $V > D$

0, se $V \leq D$

Dove:

V = valore dell'azienda

D = valore nominale del debito e altre passività latenti

Gli azionisti della società vengono remunerati se il valore della società è maggiore del valore del debito, e solo dopo che gli altri creditori siano stati soddisfatti. Tuttavia, secondo il c.d. principio del "*limited liability*", essi non possono perdere più di quanto hanno investito nell'azienda se il valore di tali investimenti è minore del valore del debito.

Sulla base dei parametri sopra descritti, il valore di una *put option* può essere stimato come segue, applicando la Black-Scholes equazione:

$$FMV_{e,0} = FMV_{BE,0} N(d_1) - F_d^{Rf(n-i)} N(d_2)$$

Dove:

$FMV_{e,0}$ = *fair value* del patrimonio netto al tempo 0

$FMV_{BE,0}$ = *fair value* del valore dell'azienda al tempo 0

N = funzione di densità normale cumulativa

$$d_1 = \frac{\log(FMV_{e,t}) + (R_f + \frac{1}{2} \sigma^2)(n-i)}{\sigma \sqrt{(n-i)}}$$

F_d = valore nominale del debito

R_f = risk free rate

$n-i$ = tempo di scadenza del debito o tempo per la liquidazione dal periodo i al periodo n

σ_{BE} = deviazione standard del valore dell'azienda

$$\delta_2 = \delta_1 - \sigma \sqrt{(n-i)}$$

3.3 I metodi di valutazione a confronto: pro e contro

Al fine di individuare delle linee guida da utilizzare nei criteri di scelta del metodo valutativo più appropriato al contesto di riferimento nel caso di aziende in crisi, risulta opportuno richiamare alcuni requisiti che un metodo deve rispettare al fine di essere considerato applicabile e valido.

In particolare, i Principi Italiani di Valutazione, nell'ambito del *Conceptual framework*, richiamano i requisiti propri di un metodo valutativo³⁶:

- Razionalità: il metodo deve fondarsi su ipotesi teoriche che siano logiche, rigorose e solide
- Obiettività: la metodologia deve utilizzare *database* e *set* di informazioni che siano certe o almeno credibili
- Neutralità: il metodo deve basarsi sul minor numero possibile di elementi di soggettività del valutatore, posto che risulta impossibile escludere del tutto la soggettività del valutatore
- Stabilità: il metodo utilizzato deve condurre a risultati slegati dall'influenza di fattori temporali o congiunturali

Tali requisiti sopra declinati, riconosciuti validi non solo per le aziende in crisi ma anche per le aziende che non presentano elementi di criticità, risultano strettamente interconnessi tra di loro, e nella scelta del metodo più opportuno il valutatore deve effettuare la scelta temperando la sostenibilità di tutti i requisiti.

Con particolare riferimento al contesto in oggetto, la scelta del metodo più appropriato risulta ancora più complessa, non esistendo metodi assolutamente applicabili e/o viceversa. In particolare, si propone nel seguito un'analisi dei punti di forza e i possibili limiti all'applicabilità per ciascuno dei metodi descritti nei paragrafi precedenti.

³⁶ "Principi Italiani di Valutazione", *Conceptual framework*. 2017

3.3.1 Focus sul *Discounted Cash Flow*

La metodologia del DCF risulta essere la più utilizzata nella prassi professionale per la valutazione di aziende che presentano un *business model* stabile, con un solido *track-record* e con delle proiezioni economico-patrimoniali corroborate da un posizionamento dell'azienda ben definito e senza prevedibili elementi di criticità attesi nel breve e medio termine. Con riferimento ad aziende che versano in uno stato di crisi, la metodologia continua a presentare un elevato grado di appropriatezza e applicabilità nel caso in cui l'azienda oggetto di valutazione sia ad uno stadio preliminare della crisi, le assunzioni prospettate dal *management* per migliorare lo *status quo* sono ritenute concrete e sostenibili, anche con riferimento ai *benchmarking* di mercato. Per aziende, invece, che presentano un significativo declino dei margini operativi, associato al sostenimento di costi straordinari necessari per finanziare il processo di ristrutturazione (i.e. riorganizzazione produttiva, riduzione del personale, etc.), la metodologia potrebbe presentare alcuni significativi limiti di applicabilità, declinati nel seguito:

- La sostenibilità e l'attendibilità dei flussi prospettici risultano particolarmente problematiche da accertare e, pertanto, più che in altri casi, occorre mantenere un approccio prudentiale, con particolare riferimento ai costi stimati rispetto ai benefici ipotizzati e agli assunti alla base della crescita del fatturato (nuovi prodotti, riorganizzazione della struttura distributiva, etc.)
- Per le società che non presentano il requisito del *going concern*, non risulta possibile riconoscere un avviamento in *perpetuity*, pertanto l'applicazione del DCF potrebbe essere applicata solamente sulla base dei flussi di cassa espressi nel periodo esplicito (assenza di *Terminal Value*). Tuttavia, le proiezioni risulterebbero inficiate dall'incremento della leva finanziaria reso necessario per abilitare il nuovo ciclo di investimenti dell'azienda *target* e, pertanto, con flussi finanziari positivi attesi solo a regime negli ultimi anni dell'orizzonte di piano. La valorizzazione che ne deriverebbe sarebbe, dunque, poco rappresentativa del reale valore intrinseco dell'azienda *target*, caratterizzata anche da una buona consistenza di mezzi patrimoniali
- Per le aziende molto indebitate, considerando che il DCF utilizza un tasso di attualizzazione costante per tutti i flussi di cassa nell'orizzonte temporale, tale metodologia potrebbe sottostimare il beneficio fiscale sugli interessi passivi collegati alla leva finanziaria, che potrebbe assumere rilevanza anche significativa per aziende in stadi più avanzati della crisi
- Un'altra potenziale criticità legata ai limiti dell'applicazione del DCF riguarda la necessità di disporre di una misura significativa del rischio, indispensabile per determinare il tasso di attualizzazione; la difficoltà è particolarmente rilevante per le società non quotate, in cui non esiste un coefficiente Beta espresso dal mercato e il parametro dedotto da società quotate comparabili presenta limiti correlati alla difficoltà di trovare una o più società con analogo profilo di rischio. Per la definizione di un corretto coefficiente Beta, oltre all'esperienza del valutatore, è necessario considerare la dimensione della società (coefficiente più elevato per società di

dimensioni inferiori), la posizione concorrenziale all'interno del settore di riferimento e il grado di leva finanziaria - in quanto ad un maggior livello di indebitamento corrisponde un coefficiente Beta più elevato -.

3.3.2 Focus sull'*Adjusted Present Value*

La metodologia dell'APV fa proprio il concetto per cui il valore dell'azienda è basato su tutti i flussi di cassa che l'azienda medesima genererà in futuro, valutando separatamente lo scudo fiscale del debito sostenibile. Attraverso l'utilizzo del metodo APV si riesce agevolmente a tener conto dell'effettiva incidenza della struttura finanziaria del capitale nella valutazione d'azienda, nonché delle diverse componenti di valore dell'azienda. Si desume, quindi, che tale metodo sia concettualmente e operativamente più appropriato da utilizzare quando si ha a che fare con aziende in parte o totalmente finanziate dal debito, e quando il livello del debito varia sensibilmente nel corso del tempo, caratteristiche proprie di aziende in crisi. Più nel dettaglio, dal punto di vista dell'applicabilità, il metodo dell'APV è ritenuto più idoneo rispetto al metodo del DCF qualora la struttura del capitale vari sensibilmente nel corso del tempo.

Prevedendo la stima del *Terminal Value* in aggiunta ai flussi di cassa espressi nel periodo esplicito, il metodo trova applicazione per le società che presentano il requisito del *going concern*, quindi che versano in uno stadio di disequilibrio economico-finanziario. Al contrario, non è possibile riconoscere un avviamento *in perpetuity* e quindi stimare il *Terminal Value* per le aziende caratterizzate da un livello di indebitamento tale per cui l'unica opzione percorribile è la liquidazione – aziende in crisi irreversibili-.

Tuttavia, laddove il livello di indebitamento sia elevato ma il *management* possa ipotizzare azioni tali per cui le condizioni di equilibrio economico, finanziario e patrimoniale della società possono essere ripristinate – stato di crisi reversibile – l'APV trova la sua applicazione in quanto è in grado di stimare il beneficio fiscale sugli interessi passivi collegati alla leva finanziaria.

3.3.3 Focus sul *Changing Capital Structure*

Nel metodo del CCS - presupposto il cambiamento costante della struttura del capitale -, la valutazione viene effettuata assumendo un WACC specifico per ogni anno del periodo esplicito ed estendendo quest'ultimo fino al momento in cui l'azienda non raggiunge una situazione stabile e normale. Tale metodologia consente, dunque, di superare il limite proprio del metodo del DCF, secondo cui il livello del debito è costante durante l'intera vita dell'azienda - assunzione irrealistica nel caso di aziende in stato di crisi, caratterizzate da una forte variazione del livello di indebitamento -.

Tuttavia, occorre precisare che, a livelli di indebitamento tali per cui l'unica azione percorribile dalla società è la liquidazione, e quindi, in uno stadio di crisi irreversibile, la metodologia del CCS non può trovare applicazione in quanto non è possibile riconoscere all'azienda la continuità del funzionamento aziendale

(c.d. requisito di *going concern*). Si ricorda, infatti, che il CCS stima il *Termina Value*, estendendo il periodo esplicito fino al momento in cui l'azienda non raggiunge una situazione normale e stabile.

Per quanto concerne i limiti all'applicabilità, essendo metodologie basate su flussi prospettici, i metodi dell'APV e del CCS presentano le stesse limitazioni / punti di attenzione declinati in precedenza per il DCF (i.e. attendibilità e sostenibilità delle stime e del tasso di attualizzazione, ivi inclusa la scelta del Beta, la scarsa attendibilità della valorizzazione dell'azienda in assenza di *going concern*, etc.).

3.3.4 Focus sul metodo patrimoniale

In contesti di crisi ad uno stadio avanzato, e in particolare nei contesti di liquidazione e/o di concordato preventivo finalizzato alla liquidazione, la metodologia patrimoniale appare la più appropriata per stimare la valorizzazione dell'azienda. In un contesto liquidatorio, infatti, l'azienda può essere valutata come "somma delle parti" oggetto di dismissione e il valore non può che risultare dalla differenza tra il valore dell'attivo e del passivo dello stato patrimoniale (i.e. patrimonio netto), al netto di specifiche rettifiche che dovessero rendersi opportune per riflettere il *fair value* dei cespiti dell'attivo e delle poste passive oggetto di dismissione. In situazioni in cui l'azienda si trova ad uno stadio preliminare della crisi e il *management* risulta in grado di presentare delle proiezioni sostenibili e affidabili, l'applicazione della metodologia patrimoniale risulterebbe, invece, solo parzialmente significativa e adeguata a riflettere le reali potenzialità del *business*.

3.3.5 Focus sull'Option Value

Al fine di comprendere l'ambito di applicabilità del metodo dell'*Option Value*, si ricorda che una *put option* è uno strumento derivato in base al quale l'acquirente dell'opzione acquista il diritto, ma non l'obbligo, di vendere un titolo - detto sottostante - a un dato prezzo d'esercizio - *strike price* -, mentre l'altra parte si impegnerà ad acquistare il titolo, se l'acquirente dell'opzione decide di esercitare il suo diritto.

Nell'ipotesi in cui un'azienda versi in uno stato di crisi irreversibile, in cui il requisito di *going concern* viene meno, il *management* deve valutare se vendere l'azienda oppure se liquidare.

In tale contesto può essere applicato il metodo dell'*Option Value*, nella misura in cui il patrimonio netto sia considerato come una *put option*, rispetto all'alternativa della liquidazione.

3.3.6 Focus sui metodi di mercato

I metodi di mercato sono limitatamente applicabili ai contesti di aziende in crisi. In relazione all'applicazione del metodo dei multipli di borsa e delle transazioni comparabili, risulta difficoltoso individuare aziende sul mercato, quotate o dismesse, con elementi di comparabilità con l'azienda *target* che versa in uno stato di crisi. Inoltre, in termini pratici, il multiplo di mercato che viene applicato ad una variabile di bilancio dell'azienda *target* - che è da prassi l'ultima rilevata in sede contabile oppure quella

prevista da *budget* - può presentare valori negativi o di poco sopra lo zero. Di conseguenza, la metodologia descritta non risulta, di norma, applicabile nei casi descritti (i.e. EBITDA, EBIT, Utile netto negativi o di poco superiori allo zero), in quanto la valorizzazione dell'azienda *target* risultante dall'applicazione di tali metodi, negativa o di poco superiore allo zero, potrebbe non risultare idonea a rappresentare il valore intrinseco o fondamentale dell'azienda stessa, che deve tenere in considerazione in tali casi le consistenze patrimoniali.

4. Case studies

L'obiettivo del presente capitolo è quello di fornire un'applicazione pratica a casi aziendali - declinati sulla base di aziende realmente operanti sul mercato -, delle metodologie valutative descritte nel capitolo 3.

L'applicazione dei metodi sarà coerente con la descrizione dello stato della crisi e con l'attendibilità e ragionevolezza delle stime e delle strategie di risanamento ipotizzate dal *management* delle aziende descritte (cfr. capitolo 2).

Nel seguito vengono prospettati tre *case studies* di aziende operanti in settori differenti (i.e. *provider* di sistemi informativi, editoria di pregio, costruzioni). Per la descrizione del *business model* e del contesto di mercato afferenti i casi studio considerati, sono state prese in considerazione aziende effettivamente operanti sul mercato allo stato attuale. Tuttavia, la declinazione dello stato di crisi, ivi incluse le motivazioni e lo *status* della crisi, i *key financial* delle aziende storici e prospettici e le strategie di risanamento proposte dal *management* sono stati elaborati in forma casuale, con il solo obiettivo di rendere i tre casi di studio "verosimili" dato il settore di *business* presidiato, le possibili motivazioni alla base della crisi e le consistenze economico-patrimoniali (prese in considerazione solo come ordine di grandezza). Per tali motivazioni, i tre casi studio verranno presentati nel seguito in forma "anonima" e con i nomi esemplificativi di Alfa, Beta e Gamma.

4.1 Azienda in disequilibrio economico-finanziario

4.1.1 Case study società Alfa

La società Alfa è un gruppo che opera da decenni quale fornitore di servizi IT per le banche medio-piccole. In particolare, anche attraverso le sue controllate, Alfa fornisce alla base clienti servizi di esternalizzazione completa ("*full outsourcing*"), servizi di *facility management*, *full licensing* per i sistemi di pagamento e, in via residuale, servizi di *document management*.

Il posizionamento di Alfa ha consentito nei decenni scorsi alla società di assumere un ruolo importante per lo sviluppo delle medio-piccole istituzioni finanziarie italiane, promuovendo prodotti e soluzioni IT che supportassero il loro *business model*, garantendo un adeguato *time-to-market* e un costante adeguamento ai profili normativi richiesti dalla vigilanza, facendo leva su una piattaforma comune per tutta la base clienti. Dopo un lungo arco temporale in cui Alfa ha registrato una costante crescita dei propri volumi di *business*, grazie principalmente ad un'estensione della propria base clienti, nell'ultimo triennio la società ha registrato una flessione sia a livello di fatturato, sia a livello di marginalità. Le cause della flessione sono da attribuirsi principalmente a:

- le grandi manovre di *cost-cutting* attuate dalla gran parte degli istituti finanziari italiani che, vedendosi ridotta la marginalità sul *core business* operando in uno scenario "a tassi zero", ha iniziato

a ridurre drasticamente la struttura dei costi, sia interni (i.e. personale), che esterni (i.e. forniture, altre spese amministrative, ecc.)

- la costituzione - da parte degli stessi istituti - di società IT in forma consortile, più convenienti in termini di *governance* e in termini di costo, considerata la finalità consortile non rivolta al conseguimento di elevati livelli di marginalità, che ha determinato una fuoriuscita di parte della clientela di Alfa, oltre all'inserimento sul mercato di *competitor* che hanno incrementato i livelli di concorrenza. Tutto ciò ha reso la marginalità "storica" di Alfa non più sostenibile

Per effetto di tale contesto competitivo, Alfa nell'ultimo triennio ha registrato delle perdite a Conto economico, come evidenziato nel prospetto che segue:

Prospetto di Conto economico Alfa storico (2015 – 2017) e prospettico (2018F – 2021E)

Conto Economico	2015A	2016A	2017A	2018F	2019E	2020E	2021E	CAGR 2017-2021
Ricavi della produzione	181,6	182,4	179,4	176,4	173,5	170,6	167,7	(1,7)%
Full Outsourcing	110,0	107,5	105,8	104,1	102,4	100,8	99,1	(1,6)%
Facility management	40,0	39,1	38,4	37,8	37,1	36,5	35,9	(1,7)%
Full licensing for payments	31,6	30,9	30,3	29,8	29,2	28,7	28,2	(1,8)%
Document management	-	5,0	4,9	4,8	4,7	4,6	4,5	(1,9)%
Valore della produzione	181,6	182,4	179,4	176,4	173,5	170,6	167,7	(1,7)%
Costi per materie prime e servizi	(115,0)	(116,5)	(115,6)	(114,6)	(113,7)	(112,8)	(111,9)	(0,8)%
Personale	(51,0)	(52,0)	(51,6)	(51,1)	(50,7)	(50,3)	(49,8)	(0,8)%
Oneri diversi di gestione	(4,3)	(4,7)	(4,7)	(4,6)	(4,6)	(4,5)	(4,5)	(0,9)%
Nuovi investimenti spesati	(4,0)	(4,7)	(4,7)	(4,6)	(4,6)	(4,5)	(4,5)	(0,9)%
EBITDA	7,3	4,5	2,9	1,4	(0,1)	(1,5)	(3,0)	n.a.
Ammortamenti e svalutazioni	(7,0)	(8,0)	(7,0)	(8,7)	(9,8)	(11,0)	(12,0)	14,4 %
Accantonamenti	(4,4)	(4,7)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,8)	(1,8)	4,7 %
Costi della Produzione	(185,6)	(190,6)	(184,9)	(185,2)	(184,9)	(184,9)	(184,5)	(0,1)%
EBIT	(4,0)	(8,2)	(5,6)	(8,8)	(11,4)	(14,3)	(16,8)	31,8 %
Proventi ed Oneri finanziari	(1,6)	(1,8)	(1,4)	(1,3)	(0,7)	(0,6)	(0,6)	(20,3)%
EBT	(5,6)	(10,0)	(7,0)	(10,1)	(12,1)	(15,0)	(17,3)	25,7 %
Imposte	1,8	3,1	2,2	3,2	3,8	4,7	5,4	25,7 %
Utile netto	(3,9)	(6,9)	(4,8)	(6,9)	(8,3)	(10,3)	(11,9)	25,7 %

Nell'ultimo triennio, Alfa ha registrato un decremento del fatturato meno che proporzionale rispetto alla riduzione dei costi, essendo la base costi di Alfa per lo più caratterizzata da costi fissi.

In uno scenario inerziale, senza modifiche attese al *business model* della società e con un profilo di investimenti coerente con il *track-record* della società (i.e. senza investimenti ulteriori), si attende che i volumi di Alfa continuino a registrare delle contrazioni, incrementando i livelli di perdita a conto economico, ma anche in termini di flussi di cassa.

Stato patrimoniale e rendiconto finanziario di Alfa (2015 – 2017) e prospettico (2018F – 2021E)

Stato Patrimoniale	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
Immobilizzazioni materiali e immateriali	105,0	111,0	114,0	115,3	115,5	114,5	112,5
Immobilizzazioni finanziarie	10,3	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2
Totale Immobilizzazioni	115,3	120,2	123,2	124,5	124,7	123,7	121,7
Rimanenze	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Crediti commerciali	43,0	61,0	51,2	50,4	49,5	48,7	47,9
Altri crediti	1,1	0,4	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Altre attività finanziarie	9,0	7,3	8,2	8,2	7,9	8,1	8,1
Disponibilità liquide	54,0	32,1	31,3	24,2	14,9	4,8	(6,1)
Totale Attivo Circolante	107,9	101,6	92,2	84,3	73,9	63,1	51,4
Ratei e Risconti	8,7	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3
TOTALE ATTIVO	231,9	232,1	225,7	219,1	208,9	197,1	183,4
Capitale sociale	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Riserve	139,0	135,1	128,3	123,5	116,6	108,3	98,0
Utile / (perdita) d'esercizio	(3,9)	(6,9)	(4,8)	(6,9)	(8,3)	(10,3)	(11,9)
Patrimonio Netto	146,1	139,3	134,5	127,6	119,3	109,0	97,1
Fondi per rischi ed oneri	8,0	9,5	11,0	10,6	10,2	10,2	9,8
TFR	15,4	15,6	15,8	16,0	16,2	16,5	16,7
Fondi	23,4	25,1	26,8	26,6	26,4	26,7	26,5
Debiti commerciali	38,0	42,9	40,3	40,0	39,6	39,3	39,0
Debiti vs Istituti Previdenziali	2,6	2,9	3,0	3,1	3,1	3,2	3,3
Debiti finanziari	15,5	14,8	14,0	14,7	13,2	11,7	10,3
Debiti tributari	2,9	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Altri Debiti	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Debiti	61,1	66,4	63,1	63,5	61,7	60,0	58,3
Ratei e risconti	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,5
TOTALE PASSIVO	231,9	232,1	225,7	219,1	208,9	197,1	183,4
Rendiconto Finanziario	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
EBIT		(8,2)	(5,6)	(8,8)	(11,4)	(14,3)	(16,8)
Ammortamenti - Immobilizzazioni Materiali e Immater	8,0	7,0	8,7	8,7	9,8	11,0	12,0
Svalutazioni e Accantonamenti	4,7	1,5	1,5	1,5	1,5	1,8	1,8
EBITDA	4,5	2,9	1,4	1,4	(0,1)	(1,5)	(3,0)
CAPEX - Nuovi investimenti	(7,5)	(10,0)	(10,0)	(10,0)	(10,0)	(10,0)	(10,0)
Variazioni crediti e attività finanziarie	(15,7)	8,6	0,9	1,1	0,6	0,8	0,8
Variazioni debiti	(3,3)	(3,3)	0,4	(1,7)	(1,7)	(1,7)	(1,7)
Variazione ratei e risconti	(1,6)	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Utilizzo fondo TFR	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Utilizzo fondo rischi e oneri	(3,2)	-	(1,9)	(1,9)	(1,8)	(1,8)	(2,2)
Cassa da gestione operativa	(23,3)	(1,5)	(9,0)	(12,3)	(14,2)	(15,8)	(15,8)
Proventi e oneri finanziari	(1,8)	(1,4)	(1,3)	(0,7)	(0,6)	(0,6)	(0,6)
Imposte	3,1	2,2	3,2	3,8	4,7	5,4	5,4
Variazione Patrimonio Netto	-	-	-	-	-	-	-
Variazione di cassa	(21,9)	(0,8)	(7,1)	(9,3)	(10,1)	(10,9)	(10,9)

In uno scenario inerziale, dunque, senza livelli incrementali di investimenti e mantenendo una leva finanziaria coerente con quella attuale (ca. €15,4 mln al 2017 con una *duration* media di 10 anni), il contesto competitivo all'interno del quale opera Alfa e le prospettive sui volumi della società stessa impongono al *management* di rivedere le strategie di sviluppo e i profili di sviluppo economico-patrimoniali.

In particolare, il management di Alfa ritiene che, pur in uno scenario caratterizzato dalla necessità di conseguire risparmi da parte degli istituti finanziari, Alfa possa continuare a operare sul mercato fornendo soluzioni IT innovative che consentano agli stessi, tra le altre iniziative, di profilare meglio la clientela *target*, di gestire i *database* secondo degli algoritmi già profilati per aggredire meglio la clientela esistente e quella potenziale, di sviluppare algoritmi funzionali a declinare analiticamente i *rating* della clientela per snellire e ottimizzare il processo di erogazione del credito.

Al fine di garantire tali livelli di operatività ad Alfa, il *management* stima che i livelli di investimenti cumulati in arco di Piano debbano essere incrementati dagli attuali €50 milioni a €70 milioni. Il *management* riesce, dunque, presentando un piano dettagliato con le iniziative di sviluppo, a ottenere un ulteriore finanziamento pari a €10 milioni, *bullet*, ad un tasso del 5,5% destinato principalmente a garantire un incremento dei livelli di investimento e portando quindi la leva finanziaria a fine 2018 a circa €25 milioni.

Grazie alla nuova leva finanziaria e al nuovo ciclo di investimenti evolutivi destinati a rinnovare la piattaforma IT di Alfa, si attende che la società possa tornare a conseguire livelli di redditività sostenibili e ad essere “cash-positive”, come evidenziato nel seguito.

Prospetto di Conto economico Alfa storico (2015 – 2017) e prospettico (2018F – 2021E) – scenario di sviluppo

Conto Economico	2015A	2016A	2017A	2018F	2019E	2020E	2021E	CAGR 2017-2021
Ricavi della produzione	181,6	182,4	179,4	176,4	179,5	197,4	217,0	4,9 %
<i>Full Outsourcing</i>	110,0	107,5	105,8	104,1	106,0	116,6	128,2	4,9 %
<i>Facility management</i>	40,0	39,1	38,4	37,8	38,4	42,2	46,4	4,8 %
<i>Full licensing for payments</i>	31,6	30,9	30,3	29,8	30,3	33,2	36,5	4,7 %
<i>Document management</i>	-	5,0	4,9	4,8	4,9	5,4	5,9	4,6 %
Valore della produzione	181,6	182,4	179,4	176,4	179,5	197,4	217,0	4,9 %
Costi per materie prime e servizi	(115,0)	(116,5)	(115,6)	(114,6)	(115,1)	(117,4)	(119,7)	0,9 %
Personale	(51,0)	(52,0)	(51,6)	(51,1)	(51,3)	(52,3)	(53,3)	0,9 %
Oneri diversi di gestione	(4,3)	(4,7)	(4,7)	(4,6)	(4,6)	(4,7)	(4,8)	0,8 %
Nuovi investimenti spesi	(4,0)	(4,7)	(4,7)	(4,6)	(4,6)	(4,7)	(4,8)	0,8 %
EBITDA	7,3	4,5	2,9	1,4	3,9	18,3	34,3	84,7 %
Ammortamenti e svalutazioni	(7,0)	(8,0)	(7,8)	(10,3)	(12,2)	(14,2)	(16,0)	19,7 %
Accantonamenti	(4,4)	(4,7)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,8)	(1,8)	4,7 %
Costi della Produzione	(185,6)	(190,6)	(185,7)	(186,8)	(189,3)	(195,1)	(200,5)	1,9 %
EBIT	(4,0)	(8,2)	(6,4)	(10,4)	(9,8)	2,3	16,5	n.a.
Proventi ed Oneri finanziari	(1,6)	(1,8)	(1,4)	(1,3)	(0,9)	(0,8)	(0,7)	(16,2)%
EBT	(5,6)	(10,0)	(7,8)	(11,7)	(10,7)	1,5	15,8	n.a.
Imposte	1,8	3,1	2,4	3,7	3,4	(0,5)	(5,0)	n.a.
Utile netto	(3,9)	(6,9)	(5,3)	(8,0)	(7,3)	1,0	10,9	n.a.

Stato patrimoniale e rendiconto finanziario Alfa (2015 – 2017) e prospettico (2018F – 2021E) – scenario sviluppo

Stato Patrimoniale	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
Immobilizzazioni materiali e immateriali	105,0	111,0	117,2	120,9	122,7	122,5	120,5
Immobilizzazioni finanziarie	10,3	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2
Totale Immobilizzazioni	115,3	120,2	126,4	130,1	131,9	131,7	129,7
Rimanenze	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Crediti commerciali	43,0	61,0	51,2	50,4	51,3	56,4	62,0
Altri crediti	1,1	0,4	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Altre attività finanziarie	9,0	7,3	8,2	8,2	7,9	8,1	8,1
Disponibilità liquide	54,0	32,1	27,6	26,9	14,8	9,4	15,0
Totale Attivo Circolante	107,9	101,6	88,5	87,0	75,5	75,4	86,5
Ratei e Risconti	8,7	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3
TOTALE ATTIVO	231,9	232,1	225,2	227,4	217,7	217,4	226,5
Capitale sociale	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Riserve	139,0	135,1	128,3	123,0	114,9	107,6	108,6
Utile / (perdita) d'esercizio	(3,9)	(6,9)	(5,3)	(8,0)	(7,3)	1,0	10,9
Patrimonio Netto	146,1	139,3	134,0	125,9	118,6	119,6	130,5
Fondi per rischi ed oneri	8,0	9,5	11,0	10,6	10,2	10,2	9,8
TFR	15,4	15,6	15,8	16,0	16,2	16,5	16,7
Fondi	23,4	25,1	26,8	26,6	26,4	26,7	26,5
Debiti commerciali	38,0	42,9	40,3	40,0	40,1	40,9	41,7
Debiti vs Istituti Previdenziali	2,6	2,9	3,0	3,1	3,1	3,2	3,3
Debiti finanziari	15,5	14,8	14,0	24,7	22,2	19,7	17,3
Debiti tributari	2,9	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Altri Debiti	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Debiti	61,1	66,4	63,1	73,5	71,2	69,6	68,0
Ratei e risconti	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,5
TOTALE PASSIVO	231,9	232,1	225,2	227,4	217,7	217,4	226,5

Rendiconto Finanziario	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
EBIT		(8,2)	(6,4)	(10,4)	(9,8)	2,3	16,5
Ammortamenti - Immobilizzazioni Materiali e Immater		8,0	7,8	10,3	12,2	14,2	16,0
Svalutazioni e Accantonamenti		4,7	1,5	1,5	1,5	1,8	1,8
EBITDA		4,5	2,9	1,4	3,9	18,3	34,3
CAPEX - Nuovi investimenti		(7,5)	(14,0)	(14,0)	(14,0)	(14,0)	(14,0)
Variazioni crediti e attività finanziarie		(15,7)	8,6	0,9	(0,6)	(5,3)	(5,6)
Variazioni debiti			(3,3)	10,4	(2,3)	(1,6)	(1,6)
Variazione ratei e risconti		(1,6)	-	0,0	0,0	0,0	0,0
Utilizzo fondo TFR		0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Utilizzo fondo rischi e oneri		(3,2)	-	(1,9)	(1,9)	(1,8)	(2,2)
Cassa da gestione operativa		(23,3)	(5,5)	(3,0)	(14,6)	(4,2)	11,2
Proventi e oneri finanziari		(1,8)	(1,4)	(1,3)	(0,9)	(0,8)	(0,7)
Imposte		3,1	2,4	3,7	3,4	(0,5)	(5,0)
Variazione Patrimonio Netto			0,0	-	(0,0)	0,0	-
Variazione di cassa		(21,9)	(4,5)	(0,6)	(12,1)	(5,4)	5,6

Movimentazioni della cassa	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
Disponibilità liquide all'inizio del periodo		54,0	32,1	27,6	26,9	14,8	9,4
Variazione di cassa		(21,9)	(4,5)	(0,6)	(12,1)	(5,4)	5,6
Disponibilità liquide alla fine del periodo		32,1	27,6	26,9	14,8	9,4	15,0
Cassa finale		32,1	27,6	26,9	14,8	9,4	15,0
Debito finale		14,8	14,0	24,7	22,2	19,7	17,3

La società Alfa risulta dunque un caso studio di un'azienda in disequilibrio economico-finanziario che, senza cambiamenti al *business model* e con un nuovo ciclo di investimenti anche abilitati da nuova leva finanziaria, risulta in grado di superare le tensioni economico-finanziarie e tornare a generare livelli di redditività sostenibili nel medio-termine.

4.1.2 Probabilità di fallimento di Alfa

Lo stato di crisi di Alfa, congiuntamente alla probabilità di *default* della società, è stato anche valutato mediante l'applicazione dei metodi empirico-previsionali di Altman e Ohlson, descritti ai paragrafi 2.3.1 e 2.3.2. Dall'applicazione dei modelli sui *key financials* di Alfa, è emerso come la società:

- sia collocata nella “*distressed zone*” secondo il modello di Altman, con uno Z-Score pari a 0,93 (i.e. <1,23), ovvero con un'elevata probabilità di fallimento;
- presenti una probabilità di fallimento molto elevata, pari al 72,1% secondo il modello di Ohlson

Modello di Altman - Z score

	indice	formula	A	B	C = A x B
			valore	coefficiente Z score	
x ₁	Equilibrio finanziario	CCN/Totale Attivo	0,39	0,717	0,28
x ₂	Capacità di autofinanziamento	(Risultato operativo + Risultato straordinario)/ Totale Attivo	0,01	0,847	0,01
x ₃	Redditività	Risultato operativo/Totale attivo	0,01	3,107	0,04
x ₄	Solvibilità	Patrimonio netto/Totale Passivo	1,47	0,420	0,62
x ₅	Rotazione dell'attivo	Ricavi di esercizio/Totale Attivo	- 0,02	0,998	- 0,02

$$z = 0,717 x_1 + 0,847 x_2 + 3,107 x_3 + 0,420 x_4 + 0,998 x_5$$

0,93

Modello di Ohlson - O score

	formula	A	B	C = A x B
		valore	coefficiente Z score	
o ₁	Totale Attivo/PNL	0,00	- 0,407	- 0,00
o ₂	Totale Passivo/Totale Attivo	0,41	6,030	2,44
o ₃	CCN/Totale Attivo	0,39	- 1,430	- 0,56
o ₄	Passività correnti/Attività correnti	0,77	0,008	0,01
o ₅	Utile netto/Totale Attivo	- 0,02	- 2,370	0,06
o ₆	EBITDA/Totale Passivo	0,01	- 1,830	- 0,02
o ₇	1 se Utile netto <0 negli ultimi due esercizi, altrimenti	1,00	0,285	0,29
o ₈	1 se PN <0, altrimenti 0	-	1,720	-
o ₉	(UN _t - UN _{t-1}) / (UN _t + UN _{t-1})	- 0,13	0,520	0,07

$$O = - 1,32 - 0,407 o_1 + 6,03 o_2 - 1,43 o_3 + 0,008 o_4 - 2,37 o_5 - 1,83 o_6 + 0,285 o_7 - 1,72 o_8 - 0,52 o_9$$

0,95

PD

72,1%

Anche alla luce dell'applicazione di tali metodi empirici su Alfa, si rende necessario per il *management* avviare delle azioni risolutive in maniera tempestiva, nelle forme e con gli impatti illustrati in precedenza.

4.1.3 Scelta del metodo di valutazione della società Alfa

Nel presente paragrafo viene declinato un possibile approccio alla valutazione della società Alfa. Alfa, dopo aver beneficiato di una dinamica crescente dei propri volumi di business grazie ad un posizionamento centrale per lo sviluppo delle medio-piccole istituzioni finanziarie italiane, nell'ultimo triennio ha registrato una flessione sia a livello di fatturato, sia a livello di marginalità, in virtù principalmente di un contesto idiosincratico di mercato. Come affermato precedentemente, il *management* di Alfa ritiene che, pur in uno scenario caratterizzato dalla necessità di conseguire risparmi da parte degli istituti finanziari, Alfa possa continuare ad operare sul mercato fornendo soluzioni IT innovative e, sulla base di tali driver strategici, il *management* ha elaborato un piano di crescita che prevede lo sviluppo di azioni e un nuovo ciclo di investimenti, anche abilitati dalla rinegoziazione delle condizioni di debito e da nuova leva finanziaria.

In tale contesto, le metodologie di norma utilizzate per l'analisi valutativa delle aziende di servizi prendono a riferimento gli elementi quali/quantitativi tipici dell'operatività, dell'organizzazione, del portafoglio di attività, della struttura patrimoniale e finanziaria, del profilo di rischio e della redditività sostenibile della realtà oggetto di analisi. In particolare, nel caso di specie, ciò che risulta cruciale analizzare ai fini valutativi è l'attendibilità delle stime fornite dal *management* nel piano di sviluppo presentato.

Da decenni, alla guida di Alfa, anche sulla base del *track-record* del *management*, e delle azioni di sviluppo individuate ritenute solide e affidabili, la componente patrimoniale rappresenta una variabile limitatamente significativa se confrontata con il valore economico complessivo dell'azienda *target*, che invece presenta un elevato grado di correlazione con le sue potenzialità reddituali e finanziarie. Per tale motivo, non si ritiene opportuno applicare una metodologia patrimoniale / mista patrimoniale-reddituale, bensì la metodologia valutativa di natura finanziaria, basata sul metodo dei flussi di cassa operativi scontati (*DCF unlevered*), e la metodologia dell'*Adjusted Present Value* (APV), al fine di valorizzare puntualmente i benefici fiscali relativi agli interessi passivi connessi alla leva finanziaria assunta

Infine, è stata utilizzata come ulteriore metodologia di confronto quella del "*Changing Capital Structure*" ("*CCS*"), che contempla l'adeguamento costante del costo del capitale (i.e. "*WACC*") alla struttura del Capitale proprio dell'azienda *target* per ogni anno di piano del periodo esplicito ed estendendo quest'ultimo fino al momento in cui l'azienda non raggiunge una situazione stabile e normale.

Non risultano, invece, applicabili metodologie che si basano su multipli di mercato e transazioni comparabili. Risulta infatti difficoltoso individuare delle aziende operanti sul mercato con elementi di diretta comparabilità rispetto all'azienda *target* che versa in uno stato di crisi e presenta un rischio di fallimento pari a oltre il 70%. I risultati economici correnti dell'azienda *target* sono, infatti, inficiati dallo *status* di crisi e non rappresentativi del reale potenziale esprimibile dall'azienda nel medio-termine, anche grazie all'attivazione di azioni propedeutiche al superamento del disequilibrio economico-finanziario e, i cui impatti economico-patrimoniali dovrebbero essere riflessi nella valorizzazione.

4.1.4 Applicazione delle metodologie valutative

4.1.4.1 Applicazione del metodo del DCF

La data di riferimento della valutazione ipotizzata nel seguito è al 31.12.2018.

Il metodo del DCF è applicato nella versione “*unlevered*” e prevede l’attualizzazione dei flussi di cassa operativi prospettici, indicati dal *management* della società Alfa e giudicati solidi e con un accettabile livello di attendibilità, su di un *framework* temporale esplicito e l’attualizzazione del flusso teorico prospettico in un’ottica di rendita perpetua (c.d. “*Terminal Value*”).

La stima dei flussi di cassa operativi attesi viene definita sulla base del piano di sviluppo indicato dalla società Alfa nell’orizzonte temporale 2019-2021, mentre per la stima del *Terminal Value* si fa riferimento al “flusso *adjusted*” definito nell’ipotesi che Alfa permanga, al termine del periodo esplicito in una condizione di equilibrio stabile (c.d. “*steady state*”). In particolare, le assunzioni per la declinazione del “flusso *adjusted*” e del *Terminal Value* vengono indicate nel seguito:

- Costanza delle voci di ricavo e della base costi rispetto alle consistenze previste per l’ultimo anno di piano (i.e. 2021)
- Ammortamenti uguali ai CAPEX di mantenimento
- Nessuna variazione del capitale circolante commerciale rispetto all’ultimo anno di piano (i.e. 2021)

Vengono rappresentati nel seguito i parametri analizzati per l’applicazione del metodo DCF, desunti sulla base di quanto indicato dalla società Alfa nelle proiezioni economico patrimoniali nello scenario di sviluppo.

DCF - € mln	2019E	2020E	2021E	Flusso adjusted
EBIT adjusted	(9,8)	2,3	16,5	18,5
Imposte sull'EBIT	2,7	(0,6)	(4,6)	(5,2)
- IRES	2,3	(0,5)	(4,0)	(4,4)
- IRAP	0,4	(0,1)	(0,6)	(0,7)
NOPAT	(7,1)	1,6	11,9	13,3
+ Ammortamenti	12,2	14,2	16,0	14,0
+ Accantonamenti	1,5	1,8	1,8	
- CAPEX	(14,0)	(14,0)	(14,0)	(14,0)
- Variazione crediti commerciali	(0,9)	(5,1)	(5,6)	-
+ Variazione debiti commerciali	0,1	0,8	0,8	-
+ Variazione fondo TFR	0,2	0,2	0,2	-
FCFF	(7,9)	(0,5)	11,1	13,3

Il costo medio ponderato del capitale (“WACC”), utilizzato per l’attualizzazione dei flussi attesi, è stato stimato secondo il “*Capital Asset Pricing Model*” (“CAPM”), come nel seguito rappresentato:

- Tasso di rendimento delle attività prive di rischio (*Tasso risk free - Rf*): corrisponde al rendimento medio lordo degli ultimi sei mesi del titolo di Stato italiano a scadenza 10 anni, i.e. BTP, rilevato a Dicembre 2018;

- Premio di mercato (*Market risk premium* - MRP): è di norma commisurato al differenziale di rendimento (storico e di lungo periodo) tra i titoli azionari e obbligazionari sui mercati finanziari internazionali, ed è desunto dalle stime di Damodaran sul rischio paese Italia, ad ottobre 2018;
- Coefficiente Beta *Unlevered* (B_u): risulta pari a 0,84 ed è stato determinato provvedendo alla compilazione di un campione di società quotate comparabili e calcolando il parametro medio del campione al netto degli effetti connessi al livello di indebitamento e dell'aliquota fiscale. In particolare, per la determinazione del Beta sono state prese in considerazione quali società quotate:
 - Tieto Oyj, società finlandese che fornisce servizi e *software* IT alla clientela che opera nel settore bancario e assicurativo, *automotive*, del benessere e della sanità, energetico e pubblico. La società si concentra su servizi a supporto delle esigenze dei clienti attraverso una partecipazione attiva agli ecosistemi, strategie di espansione internazionale e soluzioni verticali volte ad accelerare la creazione di valore per il cliente;
 - Engeneering S.p.A. è un attore di primaria importanza nel mercato dell'*outsourcing* e del *cloud computing*, che opera attraverso un *network* integrato di 4 *data center* (Pont-Saint-Martin, Torino, Milano e Vicenza), con un sistema di servizi e un'infrastruttura che garantiscono i migliori *standard* tecnologici, qualitativi e di sicurezza. Dal 1980 è un punto di riferimento nella ricerca internazionale sull'ingegneria del *software* applicata ai servizi e alla rete e ha il doppio ruolo di promuovere la ricerca sul software e di trasferire l'innovazione al ciclo produttivo delle strutture di business;
 - Gruppo Cad IT, azienda veronese che opera nel mercato dell'informatica, è specializzata nella realizzazione e fornitura di software per le aziende finanziarie. L'approccio del Gruppo è basato sulla *customer satisfaction* tramite strumenti di supporto all'attività di rilascio del *software* e della relativa documentazione e mediante processi di manutenzione: *Service Desk, Incident and Problem Management, Change and Release Management*;
 - Capgemini, *leader* globale nella trasformazione digitale e nei servizi tecnologici, è supportata da due marchi specializzati in grado di far fronte all'intera gamma di opportunità dei clienti nel mondo in evoluzione del *cloud*, del digitale e delle piattaforme: Capgemini Invest combina strategia, *design* creativo e tecnologia per realizzare le prospettive dei clienti; Sogeti lavora a livello locale per creare soluzioni specializzate e *ad hoc* per offrire i risultati desiderati ad alta velocità.

Multipli di borsa IT				
Società quotate comparabili			Beta Unlevered	D/(D+E)
Denominazione	Paese			
Operatore 1	TIETO OYJ	FI	0,86	1%
Operatore 2	ENGINEERING SPA	IT	0,38	0%
Operatore 3	CAD IT SPA	IT	0,53	6%
Operatore 4	CAP GEMINI	FR	0,98	0%
Media			0,69	2%
Mediana			0,70	0%
Max			0,98	6%
Min			0,38	0%

- **Struttura finanziaria:** la struttura delle fonti finanziarie utilizzata per la ponderazione del costo del capitale e la determinazione del Beta *Levered* (B_l), che prevede un rapporto mezzi di terzi/totale delle fonti (coefficiente di indebitamento) pari a 0,02 è stata determinata sulla base della struttura finanziaria media delle società quotate operanti nel settore;
- **Size premium:** al fine di tener conto della rischiosità dei risultati dell'azienda *target* connessi ai limiti dimensionali della stessa rispetto al panel di imprese comparabili, il calcolo del costo del capitale proprio include uno “*spread*” addizionale di circa 578 *basis point*, rappresentativo del premio dimensionale medio dei titoli (10°decile) quotati ai listini NYSE/AMEX/NASDAQ rispetto al loro rischio sistematico/Beta risk misurato con approccio CAPM³⁷, come declinato nel seguito:

	Market cap of largest firm in each decile	Beta	Actual Return in Excess of Riskless Rate	CAPM Return in Excess of Riskless Rate	Size Premium (Return in Excess of CAPM)
decile	(US\$mln)		(%)	(%)	(%)
1	591.015	0.92	6.08	6.44	-0.36
2	24.272	1.04	7.89	7.26	0.63
3	10.105	1.11	8.64	7.73	0.91
4	5.844	1.13	8.93	7.88	1.06
5	3.724	1.17	9.76	8.16	1.60
6	2.542	1.17	9.94	8.21	1.74
7	1.686	1.25	10.46	8.75	1.71
8	1.010	1.30	11.27	9.12	2.15
9	548	1.34	12.06	9.36	2.69
10	301	1.40	15.54	9.76	5.78

- **Aliquota fiscale:** effetto fiscale calcolato sulla base di un *tax rate* pari al 24%;

³⁷ “Ibbotson SBBI 2018 Classic Yearbook: Market Results for Stocks, Bonds, Bills and Inflation 1926-2017”

Costo medio ponderato del capitale (WACC)	
Tasso risk-free (Rf)	3,1%
Premio di mercato (MRP)	5,9%
Beta unlevered (Bu)	0,69
Beta levered (Bl)	0,70
Aliquota fiscale (t)	24,0%
E/D+E	0,98
D/D+E	0,02
D/E	0,02
Size premium	5,8%
Costo capitale proprio (Ke)	13,0%
Costo indebitamento (Kd)	5,5%
Costo indebitamento [Kd*(1-t)]	4,2%
WACC	12,8%

Dall'applicazione di tali assunti, il WACC considerato per l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi è risultato pari al 12,8%.

L'applicazione della metodologia analitica del DCF, restituisce un valore centrale della società Alfa pari a €81,1 milioni, come di seguito riportato.

DCF - € mln	2019E	2020E	2021E	Flusso adjusted
FCFF	(7,9)	(0,5)	11,1	13,3
TV				112,7

Fattore di attualizzazione	0,89	0,79	0,70	0,70
----------------------------	------	------	------	------

Discounted FCFF	(7,0)	(0,4)	7,7
Discounted FCFF 2019-2021	0,4		

Discounted TV	78,5
----------------------	-------------

Enterprise Value (Discounted FCFF 2019-2021 + Discounted TV)	78,9
- Posizione Finanziaria Netta 31.12.2018	(2,3)
Equity Value Capogruppo	81,1

Applicando un'analisi di sensitività sui parametri del tasso di attualizzazione WACC di +/-0,5% e sul tasso di crescita di lungo periodo "g" di +/-0,5%, risulta una valorizzazione dell'azienda compresa nell'intervallo di €70,4 – 95,1 milioni.

€ mln	g Rate		
	0,50%	1,00%	1,50%
11,84%	86,9	90,8	95,1
12,84%	78,0	81,1	84,6
13,84%	70,4	73,0	75,8

4.1.4.2 Applicazione del metodo dell'Adjusted Present Value

Il metodo dell'APV prevede la valorizzazione dell'*Equity Value* di un'azienda *target* sommando le componenti:

- La valorizzazione dell'azienda in un contesto “*debt-free*”, attualizzando i flussi di cassa operativi prospettici indicati dal *management* della società Alfa e giudicati solidi e con un accettabile livello di attendibilità, ipotizzando che fossero finanziati interamente da capitale proprio degli azionisti (i.e. *cost of equity unlevered*)
- La valorizzazione puntuale del beneficio fiscale attualizzato collegato alla detenzione di leva finanziaria

Come per la metodologia del DCF sopra esposta, la stima dei flussi di cassa operativi attesi viene definita sulla base del piano di sviluppo indicato dalla società Alfa nell'orizzonte temporale 2019-2021, mentre per la stima del *Terminal Value* si fa riferimento al “flusso *adjusted*” definito nell'ipotesi che Alfa permanga, al termine del periodo esplicito in una condizione di equilibrio stabile (c.d. “*steady state*” – cfr. paragrafo precedente).

Vengono rappresentati nel seguito, i parametri analizzati per l'applicazione del metodo APV, desunti sulla base di quanto indicato dalla società Alfa nelle proiezioni economico patrimoniali nello scenario di sviluppo.

FCFF - € mln	2019E	2020E	2021E	Flusso adjusted
EBIT adjusted	(9,8)	2,3	16,5	18,5
Imposte sull'EBIT	2,7	(0,6)	(4,6)	(5,2)
- IRES	2,3	(0,5)	(4,0)	(4,4)
- IRAP	0,4	(0,1)	(0,6)	(0,7)
NOPAT	(7,1)	1,6	11,9	13,3
+ Ammortamenti	12,2	14,2	16,0	14,0
+ Accantonamenti	1,5	1,8	1,8	
- CAPEX	(14,0)	(14,0)	(14,0)	(14,0)
- Variazione crediti commerciali	(0,9)	(5,1)	(5,6)	-
+ Variazione debiti commerciali	0,1	0,8	0,8	-
+ Variazione fondo TFR	0,2	0,2	0,2	-
FCFF	(7,9)	(0,5)	11,1	13,3

Il *cost of equity* utilizzato per l'attualizzazione dei flussi attesi, è stato stimato secondo il “*Capital Asset Pricing Model*” (“CAPM”), come nel seguito rappresentato:

- Tasso di rendimento delle attività prive di rischio (*Tasso risk free - R_f*): corrisponde al rendimento medio lordo degli ultimi sei mesi dei titoli di Stato a lunga scadenza (i.e. 10 anni);
- Premio di mercato (*Market risk premium - MRP*): è di norma commisurato al differenziale di rendimento (storico e di lungo periodo) tra i titoli azionari e obbligazionari sui mercati finanziari internazionali, ed è desunto dalle stime di Damodaran sul rischio paese Italia, ad ottobre 2018;
- Coefficiente Beta *Unlevered* (B_u): risulta pari a 0,84 ed è stato stimato sulla base di un *panel* di società quotate ritenute comparabili alla società Alfa (cfr. paragrafo precedente per analisi del *panel*);

- *Size premium*: al fine di tener conto della rischiosità dei risultati dell'azienda *target* connessi ai limiti dimensionali della stessa rispetto al panel di imprese comparabili, il calcolo del costo del capitale proprio include uno “*spread*” addizionale di circa 578 *basis point*, rappresentativo del premio dimensionale medio dei titoli (10°decile) quotati ai listini NYSE/AMEX/NASDAQ rispetto al loro rischio sistematico/Beta risk misurato con approccio CAPM³⁸, come declinato nel seguito:

	Market cap of largest firm in each decile	Actual Return in Excess of Riskless Rate	CAPM Return in Excess of Riskless Rate	Size Premium (Return in Excess of CAPM)
decile	(US\$mln)	Beta	(%)	(%)
1	591.015	0.92	6.08	-0.36
2	24.272	1.04	7.89	0.63
3	10.105	1.11	8.64	0.91
4	5.844	1.13	8.93	1.06
5	3.724	1.17	9.76	1.60
6	2.542	1.17	9.94	1.74
7	1.686	1.25	10.46	1.71
8	1.010	1.30	11.27	2.15
9	548	1.34	12.06	2.69
10	301	1.40	15.54	5.78

Cost of equity unlevered	
Tasso risk-free (Rf)	3,1%
Premio di mercato (MRP)	5,9%
Beta unlevered (Bu)	0,69
Size premium	5,8%
Costo capitale proprio (Ke)	12,9%

Dall'applicazione di tali assunti, il *cost of equity* considerato per l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi è risultato pari al 12,9%.

Il costo del debito considerato ai fini dell'attualizzazione dei benefici fiscali, stimato da Piano, tiene conto della struttura finanziaria della società *target*.

L'applicazione della metodologia analitica dell'APV, restituisce un valore centrale della società Alfa pari a €85,3 milioni, come di seguito riportato.

³⁸ “Ibbotson SBBI 2018 Classic Yearbook: Market Results for Stocks, Bonds, Bills and Inflation 1926-2017”

APV - € mln	2019E	2020E	2021E	Flusso adjusted
FCFO	(7,9)	(0,5)	11,1	13,3
TV				111,9
Fattore di attualizzazione	0,89	0,78	0,69	0,69

Discounted FCFO	(7,0)	(0,4)	7,7
Discounted FCFO 2019-2021	0,4		
Discounted TV	77,7		

Debiti finanziari	22,2	19,7	17,3	17,3
Kd	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Interessi passivi	1,2	1,1	0,9	0,9
Tax benefits	24,0%	0,3	0,3	0,2
Tax benefits TV				5,1

Fattore di attualizzazione	0,95	0,90	0,85	0,85
----------------------------	------	------	------	------

Discounted tax benefits	0,3	0,2	0,2
Discounted tax benefits 2019-2021	0,7		
Discounted TV	4,3		

Enterprise Value (Discounted FCFE 2019-2021 + Discounted TV + tax benefits)	83,1
- Posizione Finanziaria Netta 31.12.2018	(2,3)
Equity Value	85,3

Applicando un'analisi di sensitività sui parametri del tasso di attualizzazione K_e *unlevered* di $\pm 0,5\%$ e sul tasso di crescita di lungo periodo "g" di $\pm 0,5\%$, risulta una valorizzazione dell'azienda compresa nell'intervallo di €74,3 – 99,6 milioni.

€ mln	g Rate		
	0,50%	1,00%	1,50%
K_e 11,93%	90,6	94,9	99,6
12,93%	81,8	85,3	89,3
13,93%	74,3	77,3	80,7

4.1.4.3 Applicazione del metodo del Changing Capital Structure

Il metodo del CCS prevede la valorizzazione dell'*Equity Value* di un'azienda *target* ipotizzando un adeguamento costante del costo del capitale (i.e. "WACC") alla struttura del Capitale proprio dell'azienda *target* per ogni anno di piano del periodo esplicito ed estendendo quest'ultimo fino al momento in cui l'azienda non raggiunge una situazione stabile e normale.

La metodologia nel seguito esposta è stata elaborata seguendo l'approccio semplificato (cfr. paragrafo 3.2.3). Come per la metodologia del DCF sopra esposta, la stima dei flussi di cassa operativi attesi viene definita sulla base del piano di sviluppo indicato dalla società Alfa nell'orizzonte temporale 2019-2021, mentre per

la stima del *Terminal Value* si fa riferimento al “flusso *adjusted*” definito nell’ipotesi che Alfa permanga, al termine del periodo esplicito in una condizione di equilibrio stabile (c.d. “*steady state*”).

Vengono rappresentati nel seguito, i parametri analizzati per l’applicazione del metodo CCS desunti sulla base di quanto indicato dalla società Alfa nelle proiezioni economico patrimoniali nello scenario di sviluppo.

FCFF - € mln		2019E	2020E	2021E	Flusso adjusted
EBIT adjusted		(9,8)	2,3	16,5	18,5
Imposte sull'EBIT		2,7	(0,6)	(4,6)	(5,2)
- IRES	24,0%	2,3	(0,5)	(4,0)	(4,4)
- IRAP	3,9%	0,4	(0,1)	(0,6)	(0,7)
NOPAT		(7,1)	1,6	11,9	13,3
+ Ammortamenti		12,2	14,2	16,0	14,0
+ Accantonamenti		1,5	1,8	1,8	
- CAPEX		(14,0)	(14,0)	(14,0)	(14,0)
- Variazione crediti commerciali		(0,9)	(5,1)	(5,6)	-
+ Variazione debiti commerciali		0,1	0,8	0,8	-
+ Variazione fondo TFR		0,2	0,2	0,2	-
FCFF		(7,9)	(0,5)	11,1	13,3

Il WACC utilizzato per l’attualizzazione dei flussi attesi, è stato stimato secondo il “*Capital Asset Pricing Model*” (“CAPM”). La differenza rispetto alla metodologia di determinazione del WACC utilizzata nell’ambito dell’applicazione del DCF risiede nella determinazione di un costo medio ponderato del capitale diverso per ogni anno di Piano, in relazione alla struttura del capitale di Alfa (e non rispetto alla struttura del capitale media del *panel* di operatori di mercato). Sulla base di tali presupposti, è stato applicato un costo del capitale diverso ad ogni flusso di cassa atteso, come indicato nel seguito:

WACC	2019E	2020E	2021E	Flusso adjusted
Tasso risk-free (Rf)	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
Premio di mercato (MRP)	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Beta unlevered (Bu)	0,69	0,69	0,69	0,69
Beta levered (Bl)	1,59	1,56	1,59	1,70
Aliquota fiscale (t)	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%
E/D+E	0,37	0,38	0,37	0,34
D/D+E	0,63	0,62	0,63	0,66
D/E (da Piano)	0,58	0,60	0,58	0,52
Size premium	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Costo capitale proprio (Ke)	18,2%	18,1%	18,2%	18,9%
Costo indebitamento (Kd)	4%	4%	4%	4%
Costo indebitamento [Kd*(1-t)]	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
WACC	8,7%	8,7%	8,7%	8,5%

L’applicazione della metodologia del CCS in forma semplificata, restituisce un valore centrale della società Alfa pari a €91,5 milioni, come di seguito riportato.

CCS - € mln	2019E	2020E	2021E	Flusso adjusted
FCFF	(7,9)	(0,5)	11,1	13,3
TV				112,7
WACC	2019E	2020E	2021E	Flusso adjusted
D/E da Piano	0,58	0,60	0,58	0,52
WACC	8,7%	8,7%	8,7%	8,5%

Fattore di attualizzazione	0,92	0,85	0,78	0,78
----------------------------	------	------	------	------

Discounted FCFF	-7,3	-0,4	8,7
------------------------	-------------	-------------	------------

Discounted FCFF 2019-2021	1,0
----------------------------------	------------

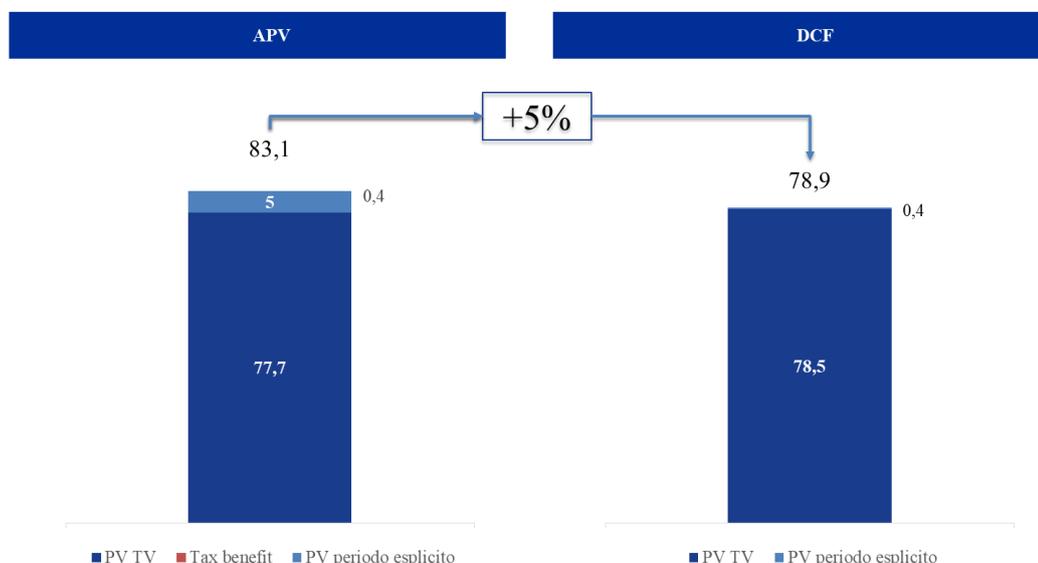
Discounted TV	88,3
----------------------	-------------

Enterprise Value (Discounted FCFF 2019-2021 + Discounted TV)	89,3
- Posizione Finanziaria Netta 31.12.2018	(2,3)
Equity Value	91,5

4.1.4.4 Confronto delle valorizzazioni ottenute dall'applicazione del DCF e dell'APV

Le valutazioni riportate nei paragrafi precedenti mostrano come il DCF sottostima il valore dell'azienda target di circa un 5% rispetto al valore determinato con il metodo dell'APV. Tale sottostima è in parte riconducibile all'approssimazione fatta all'interno del periodo esplicito preso in esame nel metodo del DCF, in cui si ipotizza un tasso di sconto ("WACC") costante sia per il periodo esplicito che per la determinazione del *Terminal Value*. Tale approssimazione determina una sottostima dei benefici fiscali sugli interessi passivi collegati alla leva finanziaria specialmente nei primi anni di Piano, quando gli effetti della leva sono proporzionalmente maggiori. La metodologia dell'APV sembra, dunque, la più adeguata in tale contesto, in quanto riflette analiticamente la valorizzazione specifica dei benefici fiscali.

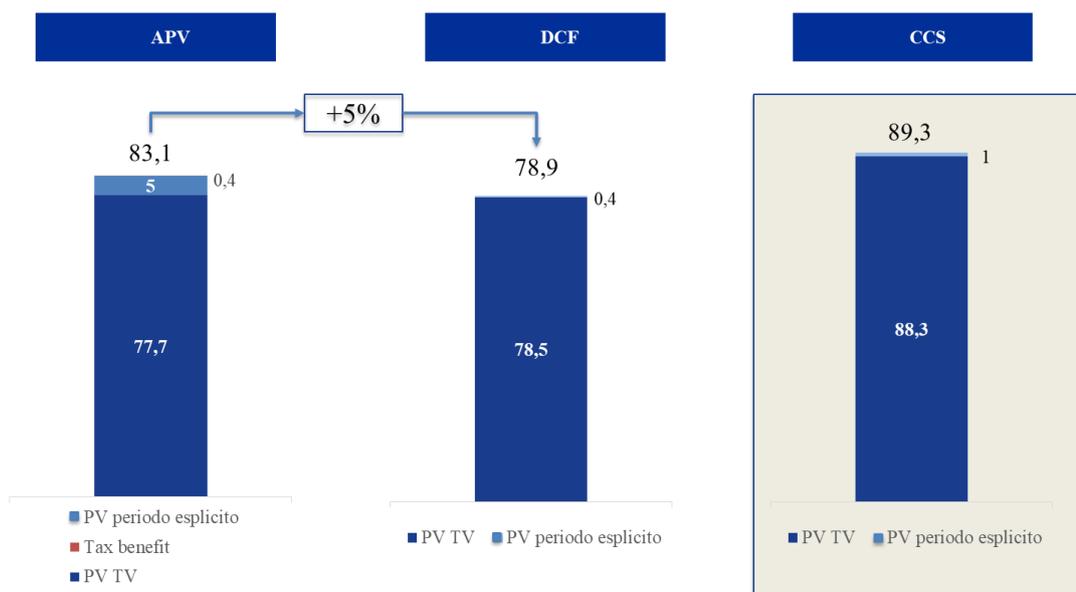
Comparazione dei risultati – Breakdown Enterprise Value (valore centrale in €mln)



4.1.4.5 Considerazioni di sintesi

Anche sulla base di quanto declinato dal confronto tra i metodi principali descritto nel paragrafo precedente, relativamente alla fattispecie analizzata il metodo dell'APV risulta il più adeguato.

Considerazioni di sintesi – Breakdown Enterprise Value (valore centrale in €mln)



METODOLOGIA DI CONFRONTO

Infatti, dal confronto di sintesi emerge una valorizzazione più elevata dall'applicazione del metodo CCS. Tale maggiore valorizzazione rispetto agli altri due metodi deriva dall'applicazione di un costo del capitale più basso per ogni anno di piano relativo alla maggiore ponderazione attribuita al costo dell'indebitamento ($k_d \times D/(D+E)$) in questo metodo rispetto al metodo del DCF. La struttura del capitale dell'azienda ($D/(D+E)$ ed $E/(D+E)$) che è stata ipotizzata come parametro per ogni anno di Piano, infatti, presenta in questa metodologia un $D/(D+E)$ più elevato rispetto alla media del mercato determinata sulla base di un *panel* di mercato (utilizzata per il DCF). Considerato che il CAPM è stato determinato sulla base di parametri di mercato, che presentano un rapporto mezzi propri / totale valore molto più elevato rispetto al rapporto dell'azienda *target*, appare più opportuno, anche in ottica prudentiale, applicare un tasso di attualizzazione più elevato e costruito sulla base della struttura finanziaria *target* di mercato, facendo risultare quindi questo metodo come il meno appropriato di quelli applicabili in tale *case study*.

4.2. Azienda in stato di crisi reversibile

4.2.1 Case study società Beta

La società Beta è attiva nel settore dell'editoria di pregio con volumi ad elevato contenuto artistico e culturale. In particolare, la società presidia il mercato con diverse linee di *business*, quali:

- Editoria core: edizioni per bibliofili, mappe e codici (i.e. *fac simile* carte geografiche e codici miniati)
- Multipli d'arte: opere in tiratura limitata, concepite con la collaborazione di artisti affermati e maestri artigiani;
- Coniature di rilievo: opere celebrative di eventi, personaggi ed eccellenze italiane.

La società Beta ha affermato il proprio posizionamento negli anni grazie ad una valorizzazione delle eccellenze made in Italy, e grazie a una rete di agenti propria con una distribuzione capillare sul territorio. Beta, dunque, negli ultimi anni non ha utilizzato il canale online per la commercializzazione dei propri prodotti. Con il progredire della digitalizzazione, sia per l'editoria (i.e. e-book), sia per l'arte di pregio, il canale fisico ha registrato una contrazione degli ordini. La congiuntura economica sfavorevole, inoltre, ha determinato una contrazione dei volumi per un business caratterizzato dal prezzo medio unitario per i prodotti molto elevato.

Nell'ultimo triennio, Beta ha registrato delle perdite a conto economico, che hanno portato la società ad attendersi dei flussi di cassa negativi al termine dell'esercizio in corso.

Prospetto di Conto economico Beta storico (2015 – 2017) e prospettico (2018F – 2021E)

Conto Economico	2015A	2016A	2017A	2018F	2019E	2020E	2021E	CAGR 2017-2021
Ricavi della produzione	32,0	31,3	30,7	30,2	29,7	29,2	28,8	(1,7)%
Editoria di pregio	18,4	18,0	17,7	17,4	17,1	16,9	16,6	(1,6)%
Multipli d'arte	9,3	9,1	8,9	8,8	8,6	8,5	8,3	(1,7)%
Coniature in rilievo	4,3	4,2	4,1	4,1	4,0	3,9	3,8	(1,8)%
Grande distribuzione					-	-	-	n.a.
Valore della produzione	32,0	31,3	30,7	30,2	29,7	29,2	28,8	(1,7)%
Costi per materie prime e servizi	(27,5)	(26,5)	(26,3)	(26,1)	(25,9)	(25,7)	(25,5)	(0,8)%
Personale	(4,0)	(4,2)	(4,2)	(4,1)	(4,1)	(4,1)	(4,0)	(0,8)%
Oneri diversi di gestione	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,9)%
Nuovi investimenti spesi	(1,2)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,0)	(0,9)%
EBITDA	(1,1)	(0,9)	(1,2)	(1,4)	(1,7)	(1,9)	(2,2)	15,9 %
Ammortamenti e svalutazioni	(1,5)	(1,7)	(0,6)	(0,7)	(0,8)	(0,9)	(1,0)	13,6 %
Accantonamenti	(0,4)	(0,3)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,8)	(1,8)	4,7 %
Costi della Produzione	(35,0)	(34,2)	(34,0)	(33,9)	(33,7)	(33,9)	(33,7)	(0,2)%
EBIT	(3,0)	(2,9)	(3,3)	(3,6)	(4,0)	(4,6)	(5,0)	10,7 %
Proventi ed Oneri finanziari	(1,6)	(1,8)	(2,1)	(0,7)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(49,7)%
EBT	(4,6)	(4,7)	(5,4)	(4,3)	(4,2)	(4,8)	(5,1)	(1,4)%
Imposte	1,4	1,5	1,7	1,4	1,3	1,5	1,6	(1,4)%
Utile netto	(3,1)	(3,2)	(3,7)	(3,0)	(2,9)	(3,3)	(3,5)	(1,4)%

Nell'ultimo triennio, Beta ha registrato un decremento del fatturato meno che proporzionale rispetto alla riduzione dei costi, considerando la struttura di costi sostanzialmente fissi, in virtù della rete di agenti propria della società.

In uno scenario inerziale, senza modifiche attese al business model della società e con un profilo di investimenti coerente con il *track-record* della società (i.e. senza investimenti ulteriori), si attende che i volumi di Beta continuino a registrare delle contrazioni, incrementando i livelli di perdita a conto economico, ma anche in termini di flussi di cassa.

Stato patrimoniale e rendiconto finanziario di Beta (2015 – 2017) e prospettico (2018F – 2021E)

Stato Patrimoniale	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
Immobilizzazioni materiali e immateriali	23,0	22,6	23,0	23,3	23,5	23,6	23,6
Immobilizzazioni finanziarie	0,9	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Totale Immobilizzazioni	23,9	23,9	24,3	24,6	24,8	24,9	24,9
Rimanenze	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Crediti commerciali	8,2	7,8	7,8	7,6	7,5	7,4	7,3
Altri crediti	1,1	0,4	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Altre attività finanziarie	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Disponibilità liquide	6,5	4,8	6,5	3,4	0,1	(3,4)	(7,0)
Totale Attivo Circolante	16,9	14,3	16,2	12,9	9,6	5,9	2,2
Ratei e Risconti	3,2	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
TOTALE ATTIVO	44,0	41,0	43,3	40,3	37,2	33,6	29,9
Capitale sociale	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2
Riserve	28,5	25,3	22,1	18,4	15,4	12,5	9,2
Utile / (perdita) d'esercizio	(3,1)	(3,2)	(3,7)	(3,0)	(2,9)	(3,3)	(3,5)
Patrimonio Netto	30,5	27,3	23,6	20,6	17,7	14,4	11,0
Fondi per rischi ed oneri	0,6	0,1	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7
TFR	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9
Fondi	1,4	0,9	2,4	2,4	2,5	2,5	2,5
Debiti commerciali	4,7	4,4	9,0	8,9	8,8	8,7	8,7
Debiti vs Istituti Previdenziali	2,6	2,9	3,0	3,1	3,1	3,2	3,3
Debiti finanziari	3,2	3,7	3,5	3,5	3,2	2,8	2,5
Debiti tributari	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Altri Debiti	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Debiti	10,8	11,5	16,0	15,9	15,6	15,2	14,9
Ratei e risconti	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,5
TOTALE PASSIVO	44,0	41,0	43,3	40,3	37,2	33,6	29,9

Rendiconto Finanziario	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
EBIT		(2,9)	(3,3)	(3,6)	(4,0)	(4,6)	(5,0)
Ammortamenti - Immobilizzazioni Materiali e Immater		1,7	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0
Svalutazioni e Accantonamenti		0,3	1,5	1,5	1,5	1,8	1,8
EBITDA		(0,9)	(1,2)	(1,4)	(1,7)	(1,9)	(2,2)
CAPEX - Nuovi investimenti		(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)
Variazioni crediti e attività finanziarie		0,8	(0,2)	0,1	0,1	0,1	0,1
Variazioni debiti			4,5	(0,0)	(0,4)	(0,3)	(0,3)
Variazione ratei e risconti		0,5	-	0,0	0,0	0,0	0,0
Utilizzo fondo TFR		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Utilizzo fondo rischi e oneri		(0,8)	-	(1,5)	(1,5)	(1,8)	(1,8)
Cassa da gestione operativa		(1,4)	2,1	(3,8)	(4,4)	(4,9)	(5,1)
Proventi e oneri finanziari		(1,8)	(2,1)	(0,7)	(0,2)	(0,2)	(0,1)
Imposte		1,5	1,7	1,4	1,3	1,5	1,6
Variazione Patrimonio Netto			-	-	-	-	-
Variazione di cassa		(1,7)	1,7	(3,1)	(3,2)	(3,5)	(3,6)

Movimentazioni della cassa	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
Disponibilità liquide all'inizio del periodo		6,5	4,8	6,5	3,4	0,1	(3,4)
Variazione di cassa		(1,7)	1,7	(3,1)	(3,2)	(3,5)	(3,6)
Disponibilità liquide alla fine del periodo		4,8	6,5	3,4	0,1	(3,4)	(7,0)
Cassa finale		4,8	6,5	3,4	0,1	(3,4)	(7,0)
Debito finale		3,7	3,5	3,5	3,2	2,8	2,5

In uno scenario inerziale, dunque, senza livelli incrementali di investimenti e mantenendo una leva finanziaria coerente con quella attuale (ca. €3,5 mln al 2017 con una *duration* media di 10 anni), lo scenario di mercato, con attese sempre peggiorative circa i comparti presidiati e con attese incrementali, invece, circa i business che ricorrono ai canali *online*, e le prospettive sui volumi della società stessa impongono al management di rivedere le strategie di sviluppo e i profili di sviluppo economico-patrimoniali.

In particolare, il *management* di Beta ritiene che in un contesto sempre più sfavorevole a *business* con canali fisici, e caratterizzati da prodotti con un elevato prezzo unitario, la società possa rivedere il proprio *business*

model, orientandosi verso il canale della grande distribuzione, potendo così ambire ad incrementare i livelli di produzione pur dovendo ridurre i prezzi unitari dei singoli prodotti.

Al fine di fornire di garantire tali livelli incrementi produttivi di Beta, il *management* stima che i livelli di investimenti cumulati in arco di Piano debbano essere incrementati dagli attuali €5 milioni a €17,5 milioni. Il management riesce, dunque, presentando un piano dettagliato con le iniziative di sviluppo a ottenere un ulteriore finanziamento pari a €5milioni, *bullet*, ad un tasso del 5,5% destinato principalmente a garantire un incremento dei livelli di investimento e portando quindi la leva finanziaria a fine 2018 a circa €8,5 milioni. Grazie alla nuova leva finanziaria e al nuovo ciclo di investimenti evolutivi destinati a convertire i livelli di produzione su larga scala e, dunque, a diversificare il proprio portafoglio di offerta su prodotti più standardizzati, con costi unitari di produzione più bassi e destinati ad essere commercializzati con un minor prezzo unitario, si attende che la società possa tornare a conseguire livelli di redditività sostenibili e ad essere “*cash-positive*”, come evidenziato nel seguito.

Prospetto di Conto economico Beta storico (2015 – 2017) e prospettico (2018F – 2021E) – scenario di sviluppo

Conto Economico	2015A	2016A	2017A	2018F	2019E	2020E	2021E	CAGR 2017-2021
Ricavi della produzione	32,0	31,3	30,7	30,2	36,8	41,3	48,9	12,3 %
<i>Editoria di pregio</i>	18,4	18,0	17,7	17,4	17,7	19,5	22,4	6,1 %
<i>Multipli d'arte</i>	9,3	9,1	8,9	8,8	8,9	9,8	11,3	6,0 %
<i>Coniature in rilievo</i>	4,3	4,2	4,1	4,1	4,1	4,5	5,2	5,9 %
<i>Grande distribuzione</i>					6,0	7,5	10,0	n.a.
Valore della produzione	32,0	31,3	30,7	30,2	36,8	41,3	48,9	12,3 %
Costi per materie prime e servizi	(27,5)	(26,5)	(26,3)	(26,1)	(27,1)	(28,5)	(30,2)	3,5 %
Personale	(4,0)	(4,2)	(4,2)	(4,1)	(4,1)	(4,2)	(4,4)	1,1 %
Oneri diversi di gestione	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	1,1 %
Nuovi investimenti spesati	(1,2)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	0,0 %
EBITDA	(1,1)	(0,9)	(1,2)	(1,5)	4,0	7,1	12,8	n.a.
Ammortamenti e svalutazioni	(1,5)	(1,7)	(1,1)	(1,7)	(2,3)	(2,9)	(3,5)	33,6 %
Accantonamenti	(0,4)	(0,3)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,8)	(1,8)	4,7 %
Costi della Produzione	(35,0)	(34,2)	(34,5)	(34,9)	(36,6)	(38,9)	(41,4)	4,6 %
EBIT	(3,0)	(2,9)	(3,8)	(4,7)	0,2	2,4	7,5	n.a.
Proventi ed Oneri finanziari	(1,6)	(1,8)	(2,1)	(0,7)	(0,3)	(0,3)	(0,2)	(42,0)%
EBT	(4,6)	(4,7)	(5,9)	(5,4)	(0,1)	2,2	7,3	n.a.
Imposte	1,4	1,5	1,9	1,7	0,0	(0,7)	(2,3)	n.a.
Utile netto	(3,1)	(3,2)	(4,0)	(3,7)	(0,1)	1,5	5,0	n.a.

Stato patrimoniale e rendiconto finanziario di Beta (2015 – 2017) e prospettico (2018F – 2021E) – scenario di sviluppo

Stato Patrimoniale	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
Immobilizzazioni materiali e immateriali	23,0	22,6	25,0	26,8	28,0	28,6	28,6
Immobilizzazioni finanziarie	0,9	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Totale Immobilizzazioni	23,9	23,9	26,3	28,1	29,3	29,9	29,9
Rimanenze	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Crediti commerciali	8,2	7,8	7,8	7,6	9,3	10,5	12,4
Altri crediti	1,1	0,4	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Altre attività finanziarie	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Disponibilità liquide	6,5	4,8	4,1	3,8	0,5	(0,0)	2,9
Totale Attivo Circolante	16,9	14,3	13,8	13,4	11,8	12,4	17,2
Ratei e Risconti	3,2	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
TOTALE ATTIVO	44,0	41,0	42,9	44,3	43,9	45,1	49,9
Capitale sociale	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2
Riserve	28,5	25,3	22,1	18,0	14,3	14,3	15,7
Utile / (perdita) d'esercizio	(3,1)	(3,2)	(4,0)	(3,7)	(0,1)	1,5	5,0
Patrimonio Netto	30,5	27,3	23,2	19,5	19,5	20,9	26,0
Fondi per rischi ed oneri	0,6	0,1	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7
TFR	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9
Fondi	1,4	0,9	2,4	2,4	2,5	2,5	2,5
Debiti commerciali	4,7	4,4	9,0	8,9	9,2	9,7	10,2
Debiti vs Istituti Previdenziali	2,6	2,9	3,0	3,1	3,1	3,2	3,3
Debiti finanziari	3,2	3,7	3,5	8,5	7,7	6,8	6,0
Debiti tributari	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Altri Debiti	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Debiti	10,8	11,5	16,0	21,0	20,5	20,2	20,0
Ratei e risconti	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,5
TOTALE PASSIVO	44,0	41,0	42,9	44,3	43,9	45,1	49,9

Rendiconto Finanziario	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
EBIT		(2,9)	(3,8)	(4,7)	0,2	2,4	7,5
Ammortamenti - Immobilizzazioni Materiali e Immater		1,7	1,1	1,7	2,3	2,9	3,5
Svalutazioni e Accantonamenti		0,3	1,5	1,5	1,5	1,8	1,8
EBITDA		(0,9)	(1,2)	(1,5)	4,0	7,1	12,8
CAPEX - Nuovi investimenti		(1,0)	(3,5)	(3,5)	(3,5)	(3,5)	(3,5)
Variazioni crediti e attività finanziarie		0,8	(0,2)	0,1	(1,7)	(1,1)	(1,9)
Variazioni debiti			4,5	5,0	(0,4)	(0,3)	(0,2)
Variazione ratei e risconti		0,5	-	0,0	0,0	0,0	0,0
Utilizzo fondo TFR		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Utilizzo fondo rischi e oneri		(0,8)	-	(1,5)	(1,5)	(1,8)	(1,8)
Cassa da gestione operativa		(1,4)	(0,4)	(1,3)	(3,0)	0,4	5,5
Proventi e oneri finanziari		(1,8)	(2,1)	(0,7)	(0,3)	(0,3)	(0,2)
Imposte		1,5	1,9	1,7	0,0	(0,7)	(2,3)
Variazione Patrimonio Netto			-	-	0,0	(0,0)	-
Variazione di cassa		(1,7)	(0,6)	(0,3)	(3,3)	(0,5)	2,9

Movimentazioni della cassa	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
Disponibilità liquide all'inizio del periodo		6,5	4,8	4,1	3,8	0,5	(0,0)
Variazione di cassa		(1,7)	(0,6)	(0,3)	(3,3)	(0,5)	2,9
Disponibilità liquide alla fine del periodo		4,8	4,1	3,8	0,5	(0,0)	2,9
Cassa finale		4,8	4,1	3,8	0,5	(0,0)	2,9
Debito finale		3,7	3,5	8,5	7,7	6,8	6,0

La società Beta risulta dunque un caso studio di un'azienda in uno stato di crisi “reversibile” che, mediante l’implementazione di un processo di diversificazione del proprio portafoglio prodotti, abilitato dal sostenimento di nuovi cicli di investimenti facendo ricorso a nuova leva finanziaria, si dimostra in grado di superare lo stato di crisi rilevato e tornare a generare livelli di redditività sostenibili nel medio-termine.

4.2.2 Probabilità di fallimento di Beta

Lo stato di crisi di Beta, congiuntamente alla probabilità di *default* della società, è stato anche valutato mediante l'applicazione dei metodi empirico-previsionali di Altman e Ohlson, descritti ai paragrafi 2.3.1 e 2.3.2. Dall'applicazione dei modelli sui *key financials* di Beta, è emerso come la società:

- sia collocata nella “*distressed zone*” secondo il modello di Altman, con uno Z-Score pari a 0,53 (i.e. <1,23), ovvero con un'elevata probabilità di fallimento;
- presenti una probabilità di fallimento molto elevata, pari al 82,5% secondo il modello di Ohlson

Modello di Altman - Z score

	indice	formula	A valore	B coefficiente Z score	C = A x B
x ₁	Equilibrio finanziario	CCN/Totale Attivo	0,32	0,717	0,23
x ₂	Capacità di autofinanziamento	(Risultato operativo + Risultato straordinario)/ Totale Attivo	- 0,03	0,847	- 0,02
x ₃	Redditività	Risultato operativo/Totale attivo	- 0,03	3,107	- 0,08
x ₄	Solvibilità	Patrimonio netto/Totale Passivo	1,18	0,420	0,49
x ₅	Rotazione dell'attivo	Ricavi di esercizio/Totale Attivo	- 0,09	0,998	- 0,09

$$z = 0,717 x_1 + 0,847 x_2 + 3,107 x_3 + 0,420 x_4 + 0,998 x_5 \quad \mathbf{0,53}$$

Modello di Ohlson - O score

	formula	A valore	B coefficiente Z score	C = A x B
o ₁	Totale Attivo/PNL	0,02	- 0,407	- 0,01
o ₂	Totale Passivo/Totale Attivo	0,46	6,030	2,77
o ₃	CCN/Totale Attivo	0,32	- 1,430	- 0,46
o ₄	Passività correnti/Attività correnti	1,05	0,008	0,01
o ₅	Utile netto/Totale Attivo	- 0,09	- 2,370	0,22
o ₆	EBITDA/Totale Passivo	- 0,06	- 1,830	0,11
o ₇	1 se Utile netto <0 negli ultimi due esercizi, altrimenti	1,00	0,285	0,29
o ₈	1 se PN <0, altrimenti 0	-	- 1,720	-
o ₉	(UNt - UNt-1) / (UNt + UNt-1)	0,11	- 0,520	- 0,06

$$O = - 1,32 - 0,407 o_1 + 6,03 o_2 - 1,43 o_3 + 0,008 o_4 - 2,37 o_5 - 1,83 o_6 + 0,285 o_7 - 1,72 o_8 - 0,52 o_9 \quad \mathbf{1,55}$$

$$PD \quad \mathbf{82,5\%}$$

Anche alla luce dell'applicazione di tali metodi empirici su Alfa, si rende necessario per il *management* avviare delle azioni risolutive in maniera tempestiva, anche con una rivisitazione del modello di *business* e del proprio posizionamento di mercato, nelle forme e con gli impatti illustrati in precedenza.

4.2.3 Scelta del metodo di valutazione della società Beta

Nel presente paragrafo viene declinato un possibile approccio alla valutazione della società Beta. Beta, attiva nel settore dell'editoria di pregio con volumi ad elevato contenuto artistico e culturale, ha registrato un periodo di tensione finanziaria dovuto ad una contrazione degli ordini principalmente per il progredire della digitalizzazione, sia per l'editoria (i.e. *e-book*), sia per l'arte di pregio. Come detto nel paragrafo precedente, il *management* di Beta ritiene che mediante una rivisitazione del *business model*, orientato verso il canale

della grande distribuzione, Beta possa tornare a incrementare i volumi di produzione e garantire ritorni economici in linea con il capitale investito negli anni. Il *management* ha elaborato un piano di sviluppo che prevede l'implementazione di azioni evolutive che consentano tale rivisitazione del *business model*, anche grazie a un nuovo ciclo di investimenti abilitati da una rinegoziazione del debito e l'ottenimento di nuova leva finanziaria.

Ai fini della valutazione del valore economico del capitale della società Beta, si ritiene opportuno sottolineare che per qualsiasi azienda, con un modello di *business* simile a quello di Beta, e quindi con un avviamento strettamente collegato ai rapporti commerciali con orizzonte temporale limitato e con un grado di fidelizzazione della clientela in diminuzione e non coerente con il *track-record* della società, non risulta opportuno utilizzare un metodo di valutazione che tenga conto di un avviamento in *perpetuity* dell'azienda. Si sottolinea inoltre che non è possibile applicare metodi di valutazione finanziaria che considerino un'evoluzione prospettica della gestione della società Beta, dato che le nuove proiezioni presentate nel piano di sviluppo risultano fortemente inficiate dall'incremento della leva finanziaria reso necessario per abilitare il nuovo ciclo di investimenti dell'azienda *target* e, pertanto, con flussi finanziari positivi attesi solo all'ultimo anno dell'orizzonte di piano, grazie all'entrata a regime degli effetti economici derivanti dall'attivazione delle azioni di risanamento del *management*. La valorizzazione che ne deriverebbe sarebbe, dunque, poco rappresentativa del reale valore intrinseco dell'azienda *target*, caratterizzata anche da una buona consistenza di mezzi patrimoniali.

In virtù di tali considerazioni, e in coerenza con la diffusa prassi professionale, si ritiene opportuno utilizzare una metodologia valutativa di tipo analitico basata sul metodo misto patrimoniale – reddituale, senza l'applicazione di un *Terminal Value* considerato che, data la situazione di crisi in cui versa l'azienda, non è possibile riconoscere un avviamento in *perpetuity* della stessa.

Di conseguenza, ai fini della valutazione di Beta:

- è stato ipotizzato un periodo di 3 anni, inteso come vita media residua “minima” del portafoglio clienti;
- nell'orizzonte temporale considerato è stata ipotizzata una crescita dei ricavi secondo le previsioni del piano di sviluppo presentato dal *management*, ma senza il riconoscimento di un *Terminal Value* al termine del periodo esplicito.

Non è stato possibile effettuare un esercizio valutativo utilizzando il Metodo empirico dei multipli di Borsa e dei multipli M&A a titolo di comparazione dei risultati ottenuti dall'applicazione del metodo analitico, in quanto dalle analisi di mercato è risultato che dati:

- la specificità della società e lo stato di crisi in cui si trova
- la diversificazione del portafoglio prodotti
- il presidio solo di alcune fasi della catena del valore

non sono riscontrabili società direttamente comparabili con la società Beta.

4.2.4 Applicazione della metodologia analitica del metodo misto patrimoniale-reddituale

In termini generali, le metodologie di norma utilizzate per l'analisi valutativa delle aziende di servizi prendono a riferimento gli elementi quali/quantitativi tipici dell'operatività, dell'organizzazione, del portafoglio di attività, della struttura patrimoniale e finanziaria, del profilo di rischio e della redditività sostenibile della realtà oggetto di analisi. Nel caso di specie, per la società Beta, la valenza patrimoniale rappresenta una componente rilevante.

La data di riferimento della valutazione ipotizzata nel seguito è al 31.12.2018.

Al fine dell'applicazione del metodo misto patrimoniale - reddituale, anche tenendo in considerazione quanto esposto in precedenza relativamente al *business model* della società, si è analizzato il periodo in cui la società potrebbe esprimere una redditività sostenibile in funzione della durata media del portafoglio ordini. E' stato, quindi, considerato un orizzonte temporale pari a 3 anni, prendendo in considerazione gli utili netti attesi ricalcolati in base alle proiezioni incluse nel Piano di sviluppo prodotto dal *management* 2019 - 2021.

In particolare, il rendimento normale medio è stato determinato moltiplicando il patrimonio netto della società per il rendimento atteso dal mercato per investimenti nel settore di riferimento, pari al costo del capitale proprio (K_e).

Nello specifico il costo del capitale proprio è stato stimato secondo il "Capital Asset Pricing Model" (CAPM), con i parametri descritti nel seguito.

Costo del capitale proprio	
Tasso risk-free	3,1%
Premio di mercato (MRP)	5,7%
Beta unlevered (B_U)	0,62
Beta levered (B_L)	1,02
Aliquota fiscale (t)	24%
E/D+E	0,54
D/D+E	0,46
D/E	0,85
Size premium	5,78%
Costo capitale proprio (K_e)	14,7%

In particolare:

- Tasso di rendimento delle attività prive di rischio (Tasso *risk free* - R_f): corrisponde al rendimento medio lordo degli ultimi sei mesi dei titoli di Stato a lunga scadenza (i.e. 10 anni) e pari al 3,1%;
- Premio di mercato (*Market risk premium* - MRP): è di norma commisurato al differenziale di rendimento (storico e di lungo periodo) tra i titoli azionari e obbligazionari sui mercati finanziari internazionali, ed è desunto dalle stime di Damodaran sul rischio paese Italia, ad ottobre 2018 e pari al 5,7%;

- Coefficiente Beta *Unlevered* (B_u): risulta pari a 0,62 ed è stato stimato sulla base di un *panel* di società quotate operanti nel settore dell'editoria (pur non strettamente comparabili a Beta) e calcolando il parametro medio del campione al netto degli effetti connessi al livello di indebitamento e dell'aliquota fiscale. In particolare è stato preso quale oggetto di analisi, un *peer* di 6 *player* nazionali e internazionali, descritti nel seguito:

Multipli di borsa IT			
Società quotate comparabili		Beta	D/
Denominazione		Unlevered	(D+E)
Operatore 1	JOHNSTON PRESS PLC	0,34	64%
Operatore 2	MEDIASET SPA	0,93	13%
Operatore 3	GRUPPO EDITORIALE L'ESPRESSO	1,02	8%
Operatore 4	RCS MEDIAGROUP SPA	n.a.	0%
Operatore 5	POLIGRAFICI EDITORIALE SPA	0,44	62%
Operatore 6	PROMOTORA DE INFORMACIONES	0,39	85%
Media		0,62	39%
Mediana		0,44	38%
Max		1,02	85%
Min		0,34	0%

Dove:

- Johnston Press è una delle società UK di dimensioni più rilevante operanti nel settore dell'editoria cartacea, oltre ad essere l'unica società UK quotata operante in tale settore. Opera sia attraverso il comune canale distributivo della carta stampata, sia sul canale online. Stimano giornalmente un afflusso di circa 29 milioni di utenti;
- Gruppo Mediaset opera nell'ambito dei media e della comunicazione. Il proprio *core business* è principalmente rivolto alla produzione e alla distribuzione televisiva, sia nelle forma "in chiaro" sia "pay-per-view" su diverse piattaforme, oltre che nel settore della produzione e distribuzione cinematografica e della raccolta pubblicitaria;
- GEDI Gruppo Editoriale è un'impresa italiana multimediale operante nell'ambito della stampa cartacea, della comunicazione radiofonica, televisiva e digitale. Inoltre, si occupa anche della produzione di diversi periodici con cadenza settimanale, come l'"Espresso";
- RCS Mediagroup è uno dei più rilevanti gruppi editoriali in Italia, operante sia a livello italiano sia internazionale nell'ambito della produzione di periodici e quotidiani, ma anche nel settore televisivo, della raccolta pubblicitaria e del *web*;
- Poligrafici Editoriale è il quinto gruppo editoriale in Italia per dimensione e volumi di *business* ed è l'editore del gruppo Riffeser Monti (azionista di riferimento del Gruppo è Maria Luisa Monti Riffeser);

- Promotora de informaciones è il primo gruppo in Spagna, operante nel settore della cultura e dell'intrattenimento, della comunicazione e dell'educazione. Opera in 21 diversi Paesi fra Europa e America.
- Struttura finanziaria: la struttura delle fonti finanziarie utilizzata per la ponderazione del costo del capitale e la determinazione del Beta *Levered* (B_l), che prevede un rapporto mezzi di terzi/totale delle fonti (coefficiente di indebitamento) pari a 0,39 è stata determinata sulla base della struttura finanziaria media delle società quotate operanti nel settore;
- Size premium: al fine di tener conto della rischiosità dei risultati dell'azienda *target* connessi ai limiti dimensionali della stessa rispetto al panel di imprese comparabili, il calcolo del costo del capitale proprio include uno "spread" addizionale di circa 578 *basis point*, rappresentativo del premio dimensionale medio dei titoli (10°decile) quotati ai listini NYSE/AMEX/NASDAQ rispetto al loro rischio sistematico/Beta risk misurato con approccio CAPM³⁹, come declinato nel seguito:

	Market cap of largest firm in each decile	Beta	Actual Return in Excess of Riskless Rate	CAPM Return in Excess of Riskless Rate	Size Premium (Return in Excess of CAPM)
decile	(US\$mln)		(%)	(%)	(%)
1	591.015	0.92	6.08	6.44	-0.36
2	24.272	1.04	7.89	7.26	0.63
3	10.105	1.11	8.64	7.73	0.91
4	5.844	1.13	8.93	7.88	1.06
5	3.724	1.17	9.76	8.16	1.60
6	2.542	1.17	9.94	8.21	1.74
7	1.686	1.25	10.46	8.75	1.71
8	1.010	1.30	11.27	9.12	2.15
9	548	1.34	12.06	9.36	2.69
10	301	1.40	15.54	9.76	5.78

- Aliquota fiscale: effetto fiscale calcolato sulla base di un *tax rate* pari al 24%;

In base ai parametri utilizzati, il costo del capitale proprio (K_e) utilizzato per l'attualizzazione dei redditi netti di Beta è stato stimato pari al 14,7%.

Il periodo esplicito di pianificazione considerato è relativo al periodo 2019 - 2021. Per l'identificazione dei flussi economici futuri è stata considerata, relativamente a Beta una capacità di reddito corrispondente al reddito atteso dal *management* della stessa per il triennio (dati derivanti dal Piano di sviluppo 2019 - 2021). Per calcolare il Rendimento normale medio si è preso in considerazione il patrimonio netto atteso a fine 2018 inclusivo della la perdita stimata da Preconsuntivo 2018 attraverso il ricalcolo delle imposte figurative. Non sono state apportate ulteriori rettifiche alle consistenze patrimoniali, in assenza di *due diligence* sul magazzino e sui crediti e in assenza di ulteriori informazioni di dettaglio. Il sovrareddito (sottoreddito) è stato determinato mediante sottrazione del rendimento normale medio atteso al risultato netto atteso.

³⁹ "Ibbotson SBBI 2018 Classic Yearbook: Market Results for Stocks, Bonds, Bills and Inflation 1926-2017"

Rendimento Patrimonio Netto Normale Atteso	
€mln	
Patrimonio Netto 31.12.2018	19,5
Rendimento Normale Atteso - Costo del Capitale Proprio (Ke)	14,7%
Rendimento Normale Medio	2,9

Rendimento Patrimonio Netto Normale Atteso	
€mln	
Patrimonio Netto 31.12.2018	19,5
Rendimento Normale Atteso - Costo del Capitale Proprio (Ke)	14,7%
Rendimento Normale Medio	2,9

Valore dell'avviamento (disavviamento)	2018F	2019E	2020E	2021E
€mgl				
Risultato netto atteso		(0,1)	1,5	5,0
Rendimento Normale Medio		2,9	2,9	2,9
Sovrareddito (Sottoreddito)		(3)	(1)	2
Costo del Capitale proprio (Ke)	14,7%			
Fattore di attualizzazione		0,87	0,76	0,66
Valore attuale sovrareddito (sottoreddito)		(3)	(1)	1
Avviamento (Disavviamento)	(2,2)			

Enterprise Value	
€mgl	
Patrimonio Netto 2018F	19,5
Avviamento (Disavviamento) a 3 anni	(2,2)
Equity Value (100%)	17,3
Posizione finanziaria netta	4,7
Enterprise Value (100%)	22,0

€Mgl	% Ke	Analisi di sensitivity				
		16,70%	15,70%	14,70%	13,70%	12,70%
Equity Value		16,5	16,9	17,3	17,8	18,3

L'applicazione della metodologia analitica del metodo economico-patrimoniale misto, restituisce un valore centrale del capitale economico della società Beta pari a €17,3 milioni, come sopra riportato.

Applicando un'analisi di sensitività sui parametri del tasso di attualizzazione K_e di $\pm 1\%$, risulta una valorizzazione dell'azienda compresa nell'intervallo di €16,9 - €17,8 milioni.

4.3. Azienda in stato di crisi irreversibile

4.3.1 Case study società Gamma

La società Gamma opera da decenni nei settori delle costruzioni, dei calcestruzzi e del comparto immobiliare. Gamma ha avviato fin dalla nascita un percorso di progressiva e costante crescita sul territorio, che si è concretizzato nella realizzazione di edifici, strade, ponti, acquedotti ed infrastrutture di particolare interesse per la crescita sociale, culturale ed economica assumendo un ruolo di riferimento nella ricostruzione nel dopoguerra.

In particolare, Gamma presidia le seguenti linee di *business*:

- Costruzioni: Edilizia pubblica e privata, restauro e ristrutturazione, costruzione di opere infrastrutturali e gestione e manutenzione di opere edili ed infrastrutturali;

- Calcestruzzo: Calcestruzzi preconfezionati e conglomerati bituminosi
- Immobiliare: Gestione di immobili a reddito o atti all'utilizzo

Il *core business* di Gamma ha risentito nell'ultimo triennio della perdurante congiuntura economica negativa a livello nazionale. Il settore delle costruzioni sta infatti vivendo una profonda crisi derivante da un peggioramento dello scenario macroeconomico, con un allungamento dei tempi di pagamento da parte degli enti pubblici ed un razionamento del credito da parte delle banche, creando ripercussioni sulle imprese del settore.

Gamma versa in una situazione di forte tensione finanziaria derivante dal mancato incasso di crediti da parte degli Enti Appaltanti, dal sempre più difficile sostegno finanziario da parte degli Istituti di Credito, dall'irrigidimento dei rapporti con i fornitori e dal rallentamento delle attività di cantiere, come dimostrato dalla situazione economica che segue.

Prospetto di Conto economico Gamma (2015 – 2017)

Conto Economico	2015A	2016A	2017A
Ricavi della produzione	138,7	140,1	137,8
<i>Costruzioni</i>	<i>120,0</i>	<i>124,0</i>	<i>122,0</i>
<i>Calcestruzzo</i>	<i>15,3</i>	<i>13,8</i>	<i>13,6</i>
<i>Immobiliare</i>	<i>3,4</i>	<i>2,3</i>	<i>2,3</i>
Valore della produzione	138,7	140,1	137,8
Costi per materie prime e servizi	(122,3)	(123,4)	(122,4)
Personale	(17,3)	(17,8)	(17,6)
Oneri diversi di gestione	(0,5)	(0,7)	(0,7)
Nuovi investimenti spesi	(1,2)	(1,1)	(1,1)
EBITDA	(2,6)	(2,9)	(4,0)
Ammortamenti e svalutazioni	(2,8)	(3,2)	(0,6)
Accantonamenti	(3,3)	(3,5)	(1,5)
Costi della Produzione	(147,4)	(149,7)	(143,9)
EBIT	(8,7)	(9,6)	(6,1)
Proventi ed Oneri finanziari	(6,5)	(3,3)	(2,1)
EBT	(15,2)	(12,9)	(8,2)
Imposte	4,8	4,1	2,6
Utile netto	(10,4)	(8,8)	(5,6)

Prospetto di Stato patrimoniale e Rendiconto finanziario di Gamma (2015 – 2017)

Stato Patrimoniale	2015A	2016A	2017A
Immobilizzazioni materiali e immateriali	265,0	268,0	268,4
Immobilizzazioni finanziarie	7,3	7,3	7,3
Totale Immobilizzazioni	272,3	275,3	275,7
Rimanenze	39,0	39,5	39,5
Crediti commerciali	55,6	58,1	56,2
Altri crediti	1,1	3,2	2,1
Altre attività finanziarie	0,3	0,5	0,4
Disponibilità liquide	23,4	13,2	(61,5)
Totale Attivo Circolante	119,4	114,5	36,7
Ratei e Risconti	3,2	2,8	2,8
TOTALE ATTIVO	394,9	392,6	315,2
Capitale sociale	83,0	83,0	83,0
Riserve	20,4	10,0	1,1
Utile / (perdita) d'esercizio	(10,4)	(8,8)	(5,6)
Patrimonio Netto	93,0	84,1	78,5
Fondi per rischi ed oneri	27,6	28,3	29,8
TFR	1,4	1,5	1,5
Fondi	29,0	29,8	31,3
Debiti commerciali	103,4	105,3	40,1
Debiti vs Istituti Previdenziali	3,2	3,2	3,3
Debiti finanziari	158,1	161,1	153,1
Debiti tributari	6,8	7,5	7,5
Altri Debiti	0,1	0,2	0,2
Debiti	271,6	277,3	204,1
Ratei e risconti	1,3	1,3	1,3
TOTALE PASSIVO	394,9	392,6	315,2

Rendiconto Finanziario	2015A	2016A	2017A
EBIT		(9,6)	(6,1)
Ammortamenti - Immobilizzazioni Materiali e Immater		3,2	0,6
Svalutazioni e Accantonamenti		3,5	1,5
EBITDA		(2,9)	(4,0)
CAPEX - Nuovi investimenti		(1,0)	(1,0)
Variazioni crediti e attività finanziarie		(4,8)	3,1
Variazioni debiti			(73,2)
Variazione ratei e risconti		0,5	-
Utilizzo fondo TFR		0,1	0,0
Utilizzo fondo rischi e oneri		(2,8)	-
Cassa da gestione operativa		(11,0)	(75,2)
Proventi e oneri finanziari		(3,3)	(2,1)
Imposte		4,1	2,6
Variazione Patrimonio Netto			-
Variazione di cassa		(10,2)	(74,7)

Il contesto in cui opera Gamma è caratterizzato da una situazione di estrema sofferenza per le imprese che realizzano lavori pubblici a tutte le altre operanti lungo tutta la filiera, hanno creato i presupposti per l'insolvenza di migliaia di imprese. In particolare la sintesi delle principali cause della tensione finanziaria di Gamma, sono da ricercarsi in:

- Congiuntura economica e Sistema Paese: Il protrarsi della crisi economica e finanziaria internazionale ha influito sempre più negativamente a livello nazionale nel settore di riferimento, con ulteriore contrazione degli investimenti sia pubblici che privati nel settore delle costruzioni;
- Allungamento del ciclo commerciale: Significativa parte delle commesse ancorata alle dinamiche di pagamento della Pubblica Amministrazione e tendenziale incremento dei tempi medi di incasso anche in corrispondenza dell'acuirsi della crisi finanziaria;
- Rallentamento della macchina produttiva sino alla chiusura e messa in sicurezza di alcuni cantieri operativi (con relativi oneri accessori) a causa del protrarsi di mancati pagamenti da parte di committenti pubblici;

- I gravi ritardi e/o i mancati pagamenti da parte dei committenti hanno comportato sempre maggiore ricorso alla leva finanziaria per evitare fino all'ultimo l'interruzione dei cantieri

Il management di Gamma, considerato il *track-record* della società e il contesto di riferimento, ha sviluppato alcune proiezioni di sviluppo, declinate nel seguito.

Prospetto di Conto economico, Stato patrimoniale e Rendiconto di Gamma (2015 – 2017) e prospettico (2018 – 2021)

Conto Economico	2015A	2016A	2017A	2018F	2019E	2020E	2021E	CAGR 2017-2021
Ricavi della produzione	138,7	140,1	137,8	135,6	133,4	131,3	129,2	(1,6)%
Costruzioni	120,0	124,0	122,0	120,1	118,1	116,3	114,4	(1,6)%
Calcestruzzo	15,3	13,8	13,6	13,3	13,1	12,9	12,7	(1,7)%
Immobiliare	3,4	2,3	2,3	2,2	2,2	2,1	2,1	(1,8)%
Valore della produzione	138,7	140,1	137,8	135,6	133,4	131,3	129,2	(1,6)%
Costi per materie prime e servizi	(122,3)	(123,4)	(122,4)	(121,4)	(120,5)	(119,5)	(118,5)	(0,8)%
Personale	(17,3)	(17,8)	(17,6)	(17,5)	(17,3)	(17,2)	(17,1)	(0,8)%
Oneri diversi di gestione	(0,5)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,9)%
Nuovi investimenti spesati	(1,2)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,0)	(0,9)%
EBITDA	(2,6)	(2,9)	(4,0)	(5,1)	(6,1)	(7,2)	(8,2)	19,5 %
Ammortamenti e svalutazioni	(2,8)	(3,2)	(0,6)	(0,7)	(0,8)	(0,9)	(1,0)	13,6 %
Accantonamenti	(3,3)	(3,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,8)	(1,8)	4,7 %
Costi della Produzione	(147,4)	(149,7)	(143,9)	(142,9)	(141,9)	(141,1)	(140,1)	(0,7)%
EBIT	(8,7)	(9,6)	(6,1)	(7,3)	(8,4)	(9,9)	(11,0)	15,7 %
Proventi ed Oneri finanziari	(6,5)	(3,3)	(2,1)	(2,1)	(2,3)	(2,5)	(2,7)	6,5 %
EBT	(15,2)	(12,9)	(8,2)	(9,4)	(10,7)	(12,4)	(13,7)	13,6 %
Imposte	4,8	4,1	2,6	2,9	3,4	3,9	4,3	13,6 %
Utile netto	(10,4)	(8,8)	(5,6)	(6,4)	(7,4)	(8,5)	(9,4)	13,6 %

Stato Patrimoniale	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
Immobilizzazioni materiali e immateriali	265,0	268,0	268,4	268,7	268,9	269,0	269,0
Immobilizzazioni finanziarie	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3
Totale Immobilizzazioni	272,3	275,3	275,7	276,0	276,2	276,3	276,3
Rimanenze	39,0	39,5	39,5	39,5	39,5	39,5	39,5
Crediti commerciali	55,6	58,1	56,2	55,3	54,4	53,5	52,7
Altri crediti	1,1	3,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Altre attività finanziarie	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Disponibilità liquide	23,4	13,2	(61,5)	(124,3)	(140,5)	(157,6)	(175,6)
Totale Attivo Circolante	119,4	114,5	36,7	(27,0)	(44,0)	(62,1)	(80,9)
Ratei e Risconti	3,2	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
TOTALE ATTIVO	394,9	392,6	315,2	251,8	235,0	217,0	198,2
Capitale sociale	83,0	83,0	83,0	83,0	83,0	83,0	83,0
Riserve	20,4	10,0	1,1	(4,5)	(10,9)	(18,3)	(26,8)
Utile / (perdita) d'esercizio	(10,4)	(8,8)	(5,6)	(6,4)	(7,4)	(8,5)	(9,4)
Patrimonio Netto	93,0	84,1	78,5	72,1	64,7	56,2	46,8
Fondi per rischi ed oneri	27,6	28,3	29,8	30,1	30,4	30,7	31,0
TFR	1,4	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6
Fondi	29,0	29,8	31,3	31,6	32,0	32,3	32,6
Debiti commerciali	103,4	105,3	40,1	39,7	39,4	39,1	38,8
Debiti vs Istituti Previdenziali	3,2	3,2	3,3	3,3	3,4	3,5	3,6
Debiti finanziari	158,1	161,1	153,1	96,0	86,4	76,8	67,2
Debiti tributari	6,8	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
Altri Debiti	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Debiti	271,6	277,3	204,1	146,8	136,9	127,1	117,3
Ratei e risconti	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,5
TOTALE PASSIVO	394,9	392,6	315,2	251,8	235,0	217,0	198,2
	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Rendiconto Finanziario	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
EBIT		(9,6)	(6,1)	(7,3)	(8,4)	(9,9)	(11,0)
Ammortamenti - Immobilizzazioni Materiali e Immater		3,2	0,6	0,7	0,8	0,9	1,0
Svalutazioni e Accantonamenti		3,5	1,5	1,5	1,5	1,8	1,8
EBITDA		(2,9)	(4,0)	(5,1)	(6,1)	(7,2)	(8,2)
CAPEX - Nuovi investimenti		(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)
Variazioni crediti e attività finanziarie		(4,8)	3,1	0,9	0,9	0,9	0,9
Variazioni debiti			(73,2)	(57,3)	(9,8)	(9,8)	(9,8)
Variazione ratei e risconti		0,5	-	0,0	0,0	0,0	0,0
Utilizzo fondo TFR		0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Utilizzo fondo rischi e oneri		(2,8)	-	(1,2)	(1,2)	(1,5)	(1,5)
Cassa da gestione operativa		(11,0)	(75,2)	(63,6)	(17,3)	(18,5)	(19,6)
Proventi e oneri finanziari		(3,3)	(2,1)	(2,1)	(2,3)	(2,5)	(2,7)
Imposte		4,1	2,6	2,9	3,4	3,9	4,3
Variazione Patrimonio Netto		-	-	-	-	-	-
Variazione di cassa		(10,2)	(74,7)	(62,8)	(16,2)	(17,1)	(18,0)

Nelle proiezioni si evince come la società presenti una perdita “industriale” mediamente pari a circa €8 milioni per ogni anno prospettico. Dato il contesto di mercato, delle consistenze patrimoniali attese in riduzione di circa il 50% nel piano e l'impossibilità del management di prospettare delle rivisitazioni del business model con un elevato grado di sostenibilità e/o credibili per gli stakeholder esterni, la società non sembra presentare i requisiti per la continuità aziendale (cfr. paragrafo 2.4).

4.3.2 Probabilità di fallimento di Gamma

Lo stato di crisi di Gamma, congiuntamente alla probabilità di default della società, è stato anche valutato mediante l'applicazione dei metodi empirico-previsionali di Altman e Ohlson, descritti ai paragrafi 2.3.1 e 2.3.2. Dall'applicazione dei modelli sui *key financials* di Beta, è emerso come la società:

- sia collocata nella “*distressed zone*” secondo il modello di Altman, con uno Z-Score pari a 0,15 (i.e. <1,23), ovvero con un'elevata probabilità di fallimento;

- presenti una probabilità di fallimento molto elevata, pari al 97,0% secondo il modello di Ohlson

Modello di Altman - Z score

	indice	formula	A		B		C = A x B	
			valore	coefficiente Z score	valore	coefficiente Z score	valore	coefficiente Z score
x ₁	Equilibrio finanziario	CCN/Totale Attivo	0,12		0,717		0,08	
x ₂	Capacità di autofinanziamento	(Risultato operativo + Risultato straordinario)/ Totale Attivo	- 0,01		0,847		- 0,01	
x ₃	Redditività	Risultato operativo/Totale attivo	- 0,01		3,107		- 0,04	
x ₄	Solvibilità	Patrimonio netto/Totale Passivo	0,33		0,420		0,14	
x ₅	Rotazione dell'attivo	Ricavi di esercizio/Totale Attivo	- 0,02		0,998		- 0,02	

$$z = 0,717 x_1 + 0,847 x_2 + 3,107 x_3 + 0,420 x_4 + 0,998 x_5 \quad \mathbf{0,15}$$

Modello di Ohlson - O score

	formula	A		B		C = A x B	
		valore	coefficiente Z score	valore	coefficiente Z score	valore	coefficiente Z score
o ₁	Totale Attivo/PNL	0,14		- 0,407		- 0,06	
o ₂	Totale Passivo/Totale Attivo	0,75		6,030		4,53	
o ₃	CCN/Totale Attivo	0,12		- 1,430		- 0,17	
o ₄	Passività correnti/Attività correnti	0,42		0,008		0,00	
o ₅	Utile netto/Totale Attivo	- 0,02		- 2,370		0,04	
o ₆	EBITDA/Totale Passivo	- 0,02		- 1,830		0,03	
o ₇	1 se Utile netto <0 negli ultimi due esercizi, altrimenti 0	1,00		0,285		0,29	
o ₈	1 se PN <0, altrimenti 0	-		- 1,720		-	
o ₉	(UNt - UNt-1) / (UNt + UNt-1)	- 0,22		- 0,520		0,12	

$$O = - 1,32 - 0,407 o_1 + 6,03 o_2 - 1,43 o_3 + 0,008 o_4 - 2,37 o_5 - 1,83 o_6 + 0,285 o_7 - 1,72 o_8 - 0,52 o_9 \quad \mathbf{3,46}$$

$$PD \quad \mathbf{97,0\%}$$

Dalle evidenze dei risultati emersi dall'applicazione di tali metodi, vengono confermati gli orientamenti tali per cui la società non sembra presentare i requisiti di *going concern*.

4.3.3 Scelta del metodo di valutazione della società Gamma

Nel presente paragrafo viene declinato un possibile approccio alla valutazione della società Gamma. Gamma, come detto, opera da decenni nei settori delle costruzioni, dei calcestruzzi e del comparto immobiliare e la società sta vivendo una profonda crisi derivante da un peggioramento della congiuntura macroeconomica, con fabbisogni di circolante resi ancora più "aspri" dalle politiche di "credit crunch" degli istituti di credito che generano inevitabili ripercussioni sulle imprese del settore.

Al fine di definire un'analisi inerente la determinazione di un *range* valoriale da attribuire al capitale economico di Gamma risulta necessario considerare quanto segue:

- La situazione economica elaborata sulla base delle proiezioni 2018 - 2021 presenta una perdita di esercizio "normale" mediamente pari a € 8 mln per gli anni previsionali considerati, evidenziando una redditività strutturalmente negativa, che determinerebbe un sostanziale dimezzamento del Patrimonio Netto nel 2018

- I flussi di cassa generati nel periodo previsionale sulla base delle proiezioni 2018 – 2021 non generano un circolante tale da soddisfare il fabbisogno finanziario generato dall'attività caratteristica della società, se non con un continuo ricorso ad un nuovo indebitamento

In base ai fatti e alle precondizioni verificate e illustrate sopra, lo Gamma non presenta il requisito del *going concern* e, conseguentemente, in tale scenario, la società non può essere valutata in ipotesi di continuità aziendale.

4.3.4 Applicazione della metodologia analitica del metodo patrimoniale con costi di “liquidazione”

Sulla base di quanto precedentemente esposto, la metodologia valutativa adottata per l’attribuzione del valore del capitale economico della società è stata determinata con un metodo patrimoniale con costi di liquidazione, che fa riferimento ad un approccio analitico basato sulla consistenza patrimoniale e sui costi di funzionamento per la gestione del periodo di “*run off*” dell’attività aziendale. La mancanza del requisito del *going concern*, infatti, in ragione delle considerazioni precedentemente illustrate, non rende efficace l’applicazione delle comuni metodologie di mercato cui la prassi valutativa fa riferimento, proprio alla luce della redditività strutturalmente negativa emersa in base alle proiezioni della società Gamma.

Data l’assenza del requisito del *going concern* e l’impossibilità di valutare Gamma in ipotesi di continuità aziendale, il valore del suo capitale economico è stato stimato in funzione dei costi che l’azienda dovrà sostenere in una prospettiva di “*run off*” dell’attività aziendale e degli effetti di tali costi sulla consistenza patrimoniale.

In particolare, ai fini dell’applicazione della metodologia in esame, si è proceduto con l’identificazione dei flussi economici a partire dal 31.12.2017 e la determinazione delle spese di funzionamento della società calcolate per il 2018 e il 2019 rideterminate in coerenza con una gestione di “*run off*” (i.e. circa il 30% della base dei costi del personale e delle altre spese amministrative in essere nel 2017).

Il calcolo delle spese di funzionamento della società potenzialmente sostenute per la gestione di Gamma nel periodo di “*run off*”, individuato tra il 2018 e il 2019 al fine di consentire la gestione ad esaurimento delle attività aziendali, è stato effettuato sulla base delle seguenti ipotesi:

- assenza di operatività a partire dal 2018 e conseguente assenza di capacità di generare elementi positivi di reddito
- gestione del “*run off*” delle risorse umane attraverso una stima di mantenimento dei costi di una parte della struttura per 24 mesi (i.e. 40% il primo anno e 20% il secondo anno)
- riduzione / efficientamento delle spese di funzionamento a causa dell’assenza di nuova operatività (i.e. 30% il primo anno e 20% il secondo anno) e di gestione ad esaurimento dell’operatività pregressa su un orizzonte temporale coerente con i costi del personale

L'orizzonte temporale, in cui sono stimati i costi da sostenere, complessivo di 24 mesi considera una procedura di "run off" di Gamma semplificata in ragione dell'assenza di operatività coerente con le premesse e con le precondizioni valutative assunte.

Rendimento Patrimonio Netto Normale Atteso			
€mln	2017A	2018B	2019E
Patrimonio Netto 2017A	78,5		
Totale costi di "run-off"		(43,4)	(27,6)
- Spese per il personale		(7,0)	(3,5)
- Altre spese amministrative		(36,4)	(24,1)
Costo del Capitale proprio (Ke)	9,1%		
Totale elementi negativi di reddito attualizz.		(39,8)	(23,1)
Equity value	15,6		-

Enterprise Value	
€mgl	
Patrimonio Netto 2017A	78,5
Equity Value (100%)	15,6

€Mgl	Analisi di sensitivity					
	% Ke	7,1%	8,1%	9,1%	10,1%	11,1%
Equity Value		13,95	14,77	15,56	16,34	17,10

Sono state applicate le seguenti ipotesi:

- Gestione del "run-off" delle risorse umane mediante un mantenimento della struttura del personale necessaria alle attività per circa €10,5 milioni complessivi
- Riduzione / efficientamento delle spese di funzionamento a causa dell'assenza di nuova operatività e di gestione ad esaurimento dell'operatività pregressa su un orizzonte temporale coerente con i costi del personale, per circa €60,5 milioni complessivi
- I costi sostenuti per gli esercizi 2018 e 2019, connessi con il processo di "run off", vengono attualizzati al costo del capitale proprio

Senza considerare il rischio di realizzo del capitale circolante netto, e solo in considerazione della variabilità dei costi di ristrutturazione, la presente stima individua un range di valorizzazione potenziale del capitale economico di Gamma compreso tra €14,8 milioni e €16,3 milioni.

4.4 Considerazioni di sintesi

Come declinato nel corso dell'intera trattazione, nella valutazione di imprese che versano in uno stato di crisi una delle fasi più critiche risulta essere la scelta del metodo di valutazione più appropriato in relazione alle specifiche circostanze del contesto di riferimento. Tale fase di selezione del metodo di valutazione ritenuto più opportuno risulta essere critica in ogni processo valutativo, ma nel caso di imprese che versano uno stadio di crisi assume una rilevanza ancora più significativa, anche in virtù del fatto che l'utilizzo di metodi non appropriati potrebbe portare alla definizione di risultati non realistici.

In particolare si può asserire che non esiste uno specifico metodo che meglio si adatta alla valutazione di aziende in crisi. Al contrario il metodo più opportuno deve essere selezionato e implementato sulla base del livello di crisi come sintetizzato nella matrice che segue.

Grafico 12 – I metodi di valutazione più adatti in relazione al livello di crisi⁴⁰

		Metodi di valutazione						
		Discount Cash Flow	Changing Capital Structure	Adjusted Present Value	Mixed	Asset	Option Value	Multipli
Livello di crisi	Very strong							
	Strong							
	Medium							
	Weak							

In particolare, quando lo stato di crisi è lieve i metodi di valutazione tradizionali (i.e. DCF) possono ancora essere ritenuti applicabili senza particolari criticità, in quanto le proiezioni del *management* sono ritenute sostenibili e affidabili e la metodologia risulta essere maggiormente rappresentativa delle reali potenzialità del *business* rispetto alla sola componente patrimoniale.

Quando invece il livello della crisi risulta equiparata a un “disequilibrio economico” (come nel caso di Alfa) o di livello medio / elevato, ma ancora ad uno stato di possibile risanamento, e quindi reversibile (come nel caso di Beta), i limiti dei metodi esposti nei capitoli precedenti in merito al DCF suggeriscono di adottare piuttosto il metodo dell’APV o del CCS, dove è possibile riflettere in una maniera più opportuna la struttura finanziaria dell’azienda *target*, o il metodo misto, che consente di rappresentare al meglio la valorizzazione dell’azienda alla quale non è possibile riconoscere un avviamento in *perpetuity*, (laddove sarebbero invece inapplicabili dunque i metodi prospettici).

Quando invece lo stato di crisi risulta esser paragonabili ad uno stato di liquidazione o di concordato preventivo finalizzato alla liquidazione (come nel caso di Gamma), i metodi *asset based* acquisiscono un maggior grado di appropriatezza, con particolare rilevanza attribuita alla stima del valore di liquidazione al netto dei costi di liquidazione oppure con il metodo dell’*Option Value*.

⁴⁰ Special Cases of Business Valuation, Marco Vulpiani, 2014 m

Bibliografia

1. C. Sottoriva (2012). *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*
2. CNDEC – SIDREA (2018). *Linee guida per la valutazione di aziende in crisi*
- A. Fiori (2017). *Le crisi d'azienda e il ruolo dell'esperto valutatore*
3. Damodaran (2002). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*
4. Altman (1968). *Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy*
5. E.I. Altman (2000). *Predicting financial distress of companies: revisiting the Z-score and ZETA models*
6. J.A. Ohlson (1980). *Financial ratios and the probabilistic predictions of bankruptcy*
7. Campobasso (2015). *Manuale di diritto commerciale*
8. Berk DeMarzo (2012). *Finanza Aziendale*
9. J. Warner (1977). *Bankruptcy Costs: some evidence*
10. R. Lawless e S. Ferris (1997). *Professional fees and other direct costs in business liquidations*
11. S. Titman. (1984). *The effect of capital structure on a firm's liquidation decision*
12. Journal of financial economics (1999). *Effects of Bankruptcy court protection on asset sales*
13. C. Loomis (2009). *Derivatives: the risk that still won't go away*
14. R. Haugen e L.Senbet (1988). *Bankruptcy and agency costs: their significance to the theory of optimal capital structure*
15. Journal of Finance (1998). *How costly is financial distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed*
16. G. Natalucci, P. Ceroli, A. Marchegiani. (2014). *Valutazioni di azienda e operazioni straordinarie*
17. Ibbotson SBBI (2018). *Classic Yearbook: Market Results for Stocks, Bonds, Bills and Inflation 1926-2017*
18. M. Vupliani (2014). *Special Cases of Business Valuation*
19. Guatri Bini (2005). *Nuovo trattato sulla Valutazione delle Aziende*

Sitografia

<http://www.eiu.com/>. EIU, *Market Intelligence* (2009 – 2017)

<https://www.borsaitaliana.it>. Borsa Italiana, *Guida alla Valutazione*

<https://www.prometeia.it>. Prometeia, *Previsione dei bilanci bancari* (2009 – 2017)

<https://www.cribis.com>. Cribis, *Osservatorio crediti alle imprese* (2009 – 2017)

<http://www.fondazioneoic.eu>. Organismo Italiano di Contabilità, *Ristrutturazione del debito e informativa di bilancio (OIC 6)*

<http://www.fondazioneoiv.it>. Organismo Italiano di Valutazione, *Principi Italiani di Valutazione* (2017)

<http://www.gazzettaufficiale.it>. Gazzetta ufficiale, *Legge 27 gennaio 2012, n.3 (Disposizioni in materia di usura e di estorsione, nonché di composizione delle crisi da sovra indebitamento)*

<https://www.bloomberg.com>.

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Damodaran, *ERP*

Sintesi per la commissione

Il presente elaborato si pone l'obiettivo di declinare e analizzare i principali metodi per la valutazione delle aziende in crisi, individuando le condizioni di applicabilità e i criteri in relazione ai quali scegliere il metodo più adatto da applicare per la valutazione di un'azienda che versa in uno stato di crisi.

Tuttavia, nella stesura del documento, si è tenuto conto che non esistono metodi universalmente riconosciuti come più adatti, in quanto la scelta dipende dalle specifiche caratteristiche della società *target* oggetto di analisi.

Il capitolo introduttivo – “Recenti evoluzioni del contesto di riferimento” – presenta la congiuntura sfavorevole di una delle più grandi crisi economico - finanziarie della storia, scaturita a partire dal 2008 a seguito del “*crack Lehman*” che, oltre a determinare un rallentamento, e spesso uno stallo dei principali indicatori economico – finanziari, ha provocato la nascita di tensioni nelle posizioni patrimoniali e finanziarie sia delle imprese che degli istituti finanziari.

In particolare, gli effetti di tale congiuntura sfavorevole si sono ben presto replicati da un contesto internazionale e da fondamentali di natura finanziaria agli indicatori di economia reale nel contesto nazionale (i.e. PIL e le sue componenti come consumi privati, investimenti e spesa pubblica e tassi di produttività oltre che indicatori quali tasso di disoccupazione).

Tale contesto sfavorevole nell'economia reale del paese ha determinato un fenomeno rilevante di stretta creditizia, c.d. “*credit crunch*”, da parte degli istituti finanziari, specialmente per quanto concerne l'erogazione di prestiti verso le piccole - medio imprese, operatori economici che caratterizzano il tessuto industriale del paese. Tale fenomeno è principalmente riconducibile ai vincoli patrimoniali sempre più stringenti per gli istituti di credito che con l'inasprirsi delle condizioni economiche hanno, da un lato, visto sui propri bilanci un progressivo deterioramento della qualità dei propri portafogli di impieghi e, dell'altro, hanno ridotto i flussi di prestiti verso tali operatori. Tale riduzione si spiega principalmente in virtù della difficoltà di attribuire coefficienti di *rating* a controparti senza un solido *track-record*, sprovviste di piani industriali con fondamentali sostenibili e senza delle solide garanzie sottostanti, tutti elementi che tipicamente caratterizzano gran parte delle piccole-medio imprese italiane.

Il perdurare della congiuntura sfavorevole delle condizioni macroeconomiche, e più in particolare una rilevante riduzione dei consumi interni, degli investimenti e della spesa pubblica, combinata con un sempre più difficile accesso al credito specialmente per le piccole - medio imprese, come sopra descritto, ha determinato un rilevante incremento del numero dei fallimenti delle imprese in Italia.

Uno degli obiettivi del presente elaborato, pertanto, è fornire nel dettaglio una chiave di analisi per i fondamentali del valore per le aziende in crisi e proporre possibili metodologie di valutazione in coerenza con lo stadio della crisi in cui si trova l'azienda *target*.

Nel secondo capitolo – “Declinazione delle casistiche di crisi aziendale” - vengono definite le principali linee guida volte ad individuare le cause della crisi. In particolare, si propone una definizione delle fasi della crisi funzionali a declinare gli specifici stadi in cui riversa l’azienda e la definizione degli elementi idonei a determinare la continuità aziendale, sulla base della quale dipenderà la scelta del metodo di valutazione. La comprensione delle cause dello *status* di crisi risulta strettamente funzionale alla definizione del contesto valutativo dell’azienda, in quanto le concause che determinano un processo di decadimento dell’azienda hanno un impatto diretto sul profilo economico, finanziario e patrimoniale dell’azienda *target* oggetto di valutazione. L’evoluzione di tali impatti sulla struttura patrimoniale e finanziaria dell’azienda permettono di declinare lo *status* di crisi dell’azienda e, in particolare, di qualificare il grado di reversibilità della crisi stessa.

In considerazione delle fasi in cui riversa un’azienda – incubazione, maturazione, insolvenza o dissesto -, e degli impatti sugli *economics* storici e sulle proiezioni economico-patrimoniali della stessa, possono essere individuati tre differenti stadi a cui si applicano diversi contesti valutativi:

- Azienda in disequilibrio economico-finanziario
- Azienda in stato di crisi “reversibile”
- Azienda in stato di crisi “irreversibile”

Le aziende che rientrano nel primo *cluster*, con i volumi di *business* correnti e la *pipeline* di progetti in corso, non risultano essere in grado di garantire il soddisfacimento delle esigenze finanziarie in un orizzonte temporale medio, dati gli impegni presi con i fornitori e/o finanziatori. Si palesa un concreto rischio di insolvenza nella situazione in cui un *deficit* di liquidità temporaneo diventa tale da rendere impossibile il soddisfacimento di impegni a medio-lungo termine non ulteriormente dilazionabili.

In tale scenario tutti i fattori di criticità e/o di incertezza delle proiezioni economico-patrimoniali devono essere scontati nei metodi valutativi “*equity side*”, dove i flussi reddituali dovranno essere oggetto di “normalizzazione” per riflettere opportunamente tutti i fattori di rischio. I metodi valutativi “*asset side*” risultano più opportuni, invece, in contesti di soluzioni negoziali della crisi di insolvenza che si concludono, ad esempio, in accordi di *restructuring* del debito con istituti finanziari.

Nel secondo *cluster* rientrano le aziende caratterizzate da una significativa discontinuità tra i valori economico-finanziari attuali e quelli che l’azienda si aspetta di raggiungere a seguito del superamento del disequilibrio economico, elemento fondamentale che caratterizza il processo di valutazione nell’ambito di un contesto in cui l’azienda versa in uno stato di disequilibrio economico “reversibile”, basato sull’assunzione di continuità dell’attività aziendale.

Tale discontinuità dei valori ante-ristrutturazione e post-ristrutturazione sarà tanto più marcata quanto più profonde saranno le modifiche che si riterrà opportuno fare a livello organizzativo e/o di gestione dei processi aziendali al fine di completare l’attività di risanamento.

Nella valutazione di un'azienda in disequilibrio economico ma in crisi reversibile, i metodi più opportuni per determinare il valore del complesso aziendale sono quelli basati sui flussi finanziari, data l'ipotesi di continuità aziendale. Per questo motivo bisognerà disporre di dati prospettici analitici e articolati sotto il punto di vista temporale, nonché basati sulle ipotesi sulla base delle quali si ritiene che verranno ripristinate le condizioni di equilibrio economico, finanziario e patrimoniale.

Un contesto in cui sono assenti le condizioni minime per garantire la continuità operativa nel tempo, la redditività è tale per cui non vi siano i presupposti per ristabilire l'equilibrio finanziario e l'azienda non è più in grado di garantire la regolare copertura dei fabbisogni finanziari, è definito disequilibrio economico - finanziario irreversibile. Data la mancanza di prospettive atte a riportare in positivo i flussi di cassa, a ripristinare la normale operatività e le condizioni di equilibrio economico-finanziario, si rende necessario ricorrere alla liquidazione dell'azienda per soddisfare i creditori tramite le forme previste dalla legge. In questo contesto liquidatorio, la valutazione si concentrerà non più sul valore dell'azienda nel suo complesso, ma sui singoli beni da cedere.

La dottrina e la prassi professionale, per l'individuazione e la prevenzione dello *status* di crisi, identificano metodologie basate sull'intuizione, metodi basati su indicatori di bilancio e metodologie di analisi previsionali (i.e. modello di Altman "Z score" e modello di Ohlson "O score").

La continuità aziendale - comunemente definita nella prassi professionale anche come "*going concern*" -, postulato del bilancio che viene previsto dalle disposizioni civilistiche e dai principi contabili nazionali e internazionali, viene meno quando l'azienda non riesce a far fronte agli impegni finanziari verso terzi a meno di avviare azioni straordinarie, quali finanza straordinaria e/o operazioni di rinegoziazione del debito. Nel momento in cui il *management* dell'azienda non è in condizione di attestare il requisito del *going concern*, si aprono due possibili opzioni evolutive:

- Soluzioni stragiudiziali - Avviare un piano di risanamento / ristrutturazione del debito
- Soluzioni giudiziali - Avviare il percorso che porta alla liquidazione dell'azienda

Normalmente, la ricerca di soluzioni stragiudiziali precede l'avvio di possibili azioni giudiziali (i.e. fallimento, concordato fallimentare, concordato preventivo, accordi di ristrutturazione del debito, amministrazione straordinaria, liquidazione coatta amministrativa), viste come azioni residuali e da avviare solo in caso di insuccesso delle soluzioni stragiudiziali. Non si esclude, anche in tali fasi, l'avvio di processi liquidatori "parziali", come la dismissione di possibili rami d'azienda produttivi.

Il capitolo 3 – "Ambiti di applicabilità dei metodi di valutazione" –, propone un'analisi delle variabili chiave nel processo valutativo e dei principali metodi riconosciuti dalla dottrina e dalla prassi professionale per la valutazione delle aziende in crisi, ivi inclusi i principali pro e contro derivanti dalla loro applicabilità.

Il processo di determinazione del valore di un'azienda *target* necessita di uno studio *ex ante* volto a determinare analiticamente la natura della crisi aziendale e in particolare le cause che hanno determinato lo *status* di crisi di un'azienda; la sua rilevanza e il suo grado di impatto sull'assetto strategico, gestionale,

strutturale; l'abilità del *management* nel determinare un'inversione del ciclo recessivo in cui l'azienda opera; il *framework* temporale stimato dal *management* per l'entrata in vigore di azioni di sviluppo eventualmente risolutive delle criticità emerse; il *timing* che separa l'azienda dalla cessazione delle attività; il giudizio degli operatori di mercato circa lo stato di crisi dell'azienda.

Una volta individuate le variabili chiave nel processo valutativo e volte all'individuazione dello stato di crisi, vengono descritti differenti metodi di valutazione validamente riconosciuti dai "Principi Italiani di Valutazione" e dalle prassi consolidate di mercato.

Il primo metodo analizzato è il *Discounted Cash Flow*, il cui razionale sottostante risiede nel fatto che il valore di un'azienda ad una determinata data può essere rappresentato dai flussi di cassa che l'azienda stessa genererà durante la sua vita futura, opportunamente scontati per rifletterne una continuità aziendale e i fattori di rischio.

Data l'oggettiva difficoltà nel predire la durata temporale di una società e stante l'ipotesi che le aziende solitamente hanno una vita di medio-lungo termine, tale metodo si basa sull'ipotesi che l'azienda abbia ipoteticamente una durata infinita.

Per ovvie ragioni, questo periodo "infinito" è diviso in due sotto-periodi: un periodo di previsione esplicito, solitamente riferito ai primi 3/5 anni di stima, nel quale i flussi di cassa sono puntualmente stimati, e il periodo residuale, nel quale il valore residuale dell'azienda è stimato sulla base di assunzioni dettagliate nel seguito.

Alla luce di ciò, il *Discounted Cash Flow* (c.d. "DCF") assume che il valore economico di una società (i.e. *Enterprise Value*) sia ottenuto sommando:

- Valore attuale dei flussi di cassa futuri generati nell'orizzonte temporale prescelto di previsione (i.e. periodo esplicito) relativi alla gestione operativa del business
- Capitalizzazione perpetua del flusso di cassa normalizzato dell'ultimo anno di previsione

Il metodo dell'*Adjusted Present Value* (c.d. "APV") scinde l'*Enterprise Value* di un'azienda nella somma del valore "*unlevered*" – ipotizzando che la società non ricorra a capitale di debito, ma sia finanziata interamente da capitale proprio -, il valore attuale dei benefici fiscali derivanti dalla deducibilità degli oneri finanziari e i *distressed cost*.

$$\text{Enterprise Value} = \text{"Unlevered" Enterprise Value} + \text{PV of tax savings} - \text{PV of distressed cost}$$

L'azienda viene, quindi, valutata scontando i flussi di cassa al costo del capitale che sosterrebbe in ipotesi di assenza di debito, a cui viene sommato il *tax shield* derivante dal livello di indebitamento dell'azienda stessa.

Dal calcolo devono poi essere sottratti i *distressed cost*, che includono i costi diretti di negoziazione del debito, la ristrutturazione, le *legal fee* etc., e i costi indiretti, solitamente più gravosi rispetto ai primi, in

quanto legati alla perdita di reputazione e dei clienti, al peggioramento delle condizioni negoziali con i fornitori, alla perdita di dipendenti stimati a favore dei concorrenti etc.

Il successivo metodo analizzato, il *Changing Capital Structure* (c.d. “CCS”), parte dall’assunzione propria del metodo del DCF secondo cui il livello del debito è costante durante l’intera vita dell’azienda, per sostenere, al contrario, l’ipotesi di un cambiamento costante nella struttura del capitale di un’azienda nel corso della sua vita.

Tale assunzione appare ancora più realistica e sostenibile nel caso in cui le aziende riversano in uno stato di crisi, caratterizzate da una forte variazione del livello di debito, elevato nei primi anni e decrescente negli anni successivi, fino al raggiungimento di un livello costante nel lungo periodo, una volta che l’azienda è uscita dallo stato di crisi.

Nel metodo del CCS pertanto - presupposto il cambiamento costante della struttura del capitale -, la valutazione viene effettuata assumendo un WACC specifico per ogni anno del periodo esplicito ed estendendo tale periodo fino al momento in cui l’azienda non raggiunge una situazione stabile e normale. In altre parole, il CCS consente di stimare il *Terminal Value* - in normali condizioni di *business* - di una società non più in crisi.

I flussi di cassa netti attesi normalizzati sono analizzati, nel periodo esplicito, sotto l’assunzione che la società sopravvivrà e sarà in grado di adempiere ai debiti nel corso del tempo, riducendo il livello di crisi. Tutte le componenti necessarie per la stima del costo del capitale cambiano di anno in anno nel corso del periodo esplicito, come conseguenza della riduzione del livello di indebitamento. Il costo del debito si riduce non appena il debito viene ripagato così come il rischio di credito, mentre il *rating* aumenta.

Anche il costo dell’Equity, e il conseguente rischio finanziario, si riducono con il ridursi della situazione di crisi.

Ne consegue un decremento complessivo del costo del capitale, i.e. WACC.

Utilizzando il metodo del DCF, nel periodo esplicito si assume un livello di leva finanziaria costante nel calcolo del WACC. Questo approccio non è tuttavia utilizzabile nel caso di aziende in stato di crisi, a causa del cambiamento del rapporto indebitamento/mezzi propri negli anni, che porta a ritenere che sia meglio assumere un differente livello di *leverage* e di WACC per ciascun anno di piano.

Le metodologie di valutazione di natura patrimoniale trovano ambito di applicazione laddove lo stato di crisi in cui versa l’azienda sia tale da inficiare metodi di valutazione di natura reddituale basati sul presupposto del *going concern*, e risulti, quindi, più opportuno valutare l’azienda sulla base della sommatoria dei singoli ambiti di attività / rami d’azienda.

Il metodo patrimoniale si basa sul principio secondo cui la valorizzazione dell’azienda è rappresentata dal proprio patrimonio netto rettificato. Tale stima è ottenuta come differenza tra il *fair value* (i.e. valore corrente di realizzo) delle consistenze dell’attivo e del passivo dello stato patrimoniale, riveniente alla data di valutazione.

La metodologia di valutazione mista di natura patrimoniale-reddituale, nella declinazione che prevede la stima autonoma del *goodwill* (*badwill*), determina la valorizzazione di un'azienda target come somma dei seguenti elementi:

- Il patrimonio netto contabile dell'azienda, rivisto con le opportune rettifiche e quindi espresso a valori correnti;
- L'avviamento (disavviamento) dell'azienda *target*, inteso come valore attuale del “*surplus*” dei redditi (sotto-redditi) che il capitale netto investito nell'impresa risulta in grado di generare rispetto al reddito normale medio atteso dagli investitori in capitale di rischio nel settore di riferimento per investimenti con caratteristiche di rischio analoghe.

In particolare, tale metodo si basa sull'applicazione della seguente formula:

$$W = K + a_n \cdot (R - i K) + SA$$

Nel 1973 Fisher Black e Myron Scholes elaborarono un modello di *pricing* delle opzioni finanziarie di tipo europeo, che prevede che gli azionisti della società vengano remunerati se il valore della società è maggiore del valore del debito, e solo dopo che gli altri creditori siano stati soddisfatti. Tuttavia, secondo il c.d. principio del “*limited liability*”, essi non possono perdere più di quanto hanno investito nell'azienda se il valore di tali investimenti è minore del valore del debito.

Una volta descritti i metodi valutativi applicabili ad aziende che versano in uno stato di crisi, sono stati analizzati i pro e i contro di ciascuna metodologia al fine di individuare la più idonea da applicare in relazione allo stadio della crisi in cui versa l'azienda oggetto di valutazione.

La metodologia del DCF risulta essere la più utilizzata nella prassi professionale per la valutazione di aziende che presentano un *business model* stabile, con un solido *track-record* e con delle proiezioni economico-patrimoniali corroborate da un posizionamento dell'azienda ben definito e senza prevedibili elementi di criticità attesi nel breve e medio termine. Con riferimento ad aziende che versano in uno stato di crisi, la metodologia continua a presentare un elevato grado di appropriatezza e applicabilità nel caso in cui l'azienda oggetto di valutazione sia ad uno stadio preliminare della crisi, le assunzioni prospettate dal *management* per migliorare lo *status quo* sono ritenute concrete e sostenibili, anche con riferimento ai *benchmarking* di mercato. Per aziende, invece, che presentano un significativo declino dei margini operativi, associato al sostenimento di costi straordinari necessari per finanziare il processo di ristrutturazione, la metodologia potrebbe presentare alcuni significativi limiti di applicabilità legati alla sostenibilità e all'attendibilità dei flussi prospettici, all'impossibilità di stimare il *Terminal Value* in ipotesi di assenza del requisito di *going concern*, alla sottostima dei benefici fiscali – a causa dell'utilizzo di un WACC costante - sugli interessi passivi collegati alla leva finanziaria, che potrebbe assumere rilevanza anche significativa per aziende in stadi più avanzati della crisi.

La metodologia dell'APV fa proprio il concetto per cui il valore dell'azienda è basato su tutti i flussi di cassa che l'azienda medesima genererà in futuro, valutando separatamente lo scudo fiscale del debito sostenibile. Attraverso l'utilizzo del metodo APV si riesce agevolmente a tener conto dell'effettiva incidenza della struttura finanziaria del capitale nella valutazione d'azienda, nonché delle diverse componenti di valore dell'azienda. Si desume, quindi, che tale metodo sia concettualmente e operativamente più appropriato da utilizzare quando si ha a che fare con aziende in parte o totalmente finanziate dal debito, e quando il livello del debito varia sensibilmente nel corso del tempo.

Prevedendo la stima del *Terminal Value* in aggiunta ai flussi di cassa espressi nel periodo esplicito, il metodo trova applicazione per le società che presentano il requisito del *going concern*, quindi che versano in uno stadio di disequilibrio economico-finanziario. Al contrario, non è possibile riconoscere un avviamento *in perpetuity* e quindi stimare il *Terminal Value* per le aziende caratterizzate da un livello di indebitamento tale per cui l'unica opzione percorribile è la liquidazione – aziende in crisi irreversibili-.

Nel metodo del CCS - presupposto il cambiamento costante della struttura del capitale -, la valutazione viene effettuata assumendo un WACC specifico per ogni anno del periodo esplicito. Tale metodologia consente, dunque, di superare il limite proprio del metodo del DCF, secondo cui il livello del debito è costante durante l'intera vita dell'azienda - assunzione irrealistica nel caso di aziende in stato di crisi, caratterizzate da una forte variazione del livello di indebitamento -.

Tuttavia, occorre precisare che, a livelli di indebitamento tali per cui l'unica azione percorribile dalla società è la liquidazione, e quindi, in uno stadio di crisi irreversibile, la metodologia del CCS non può trovare applicazione in quanto non è possibile riconoscere all'azienda la continuità del funzionamento aziendale (c.d. requisito di *going concern*). Si ricorda, infatti, che il CCS stima il *Terminal Value*, estendendo il periodo esplicito fino al momento in cui l'azienda non raggiunge una situazione normale e stabile.

Nell'ipotesi in cui un'azienda versi in uno stato di crisi irreversibile, in cui il requisito di *going concern* viene meno, il *management* deve valutare se vendere l'azienda oppure se liquidare.

In tale contesto può essere applicato il metodo dell'Option Value, nella misura in cui il patrimonio netto sia considerato come una *put option*, rispetto all'alternativa della liquidazione.

I metodi di mercato sono limitatamente applicabili ai contesti di aziende in crisi. In relazione all'applicazione del metodo dei multipli di borsa e delle transazioni comparabili, risulta difficoltoso individuare aziende sul mercato, quotate o dismesse, con elementi di comparabilità con l'azienda *target* che versa in uno stato di crisi. Inoltre, in termini pratici, il multiplo di mercato che viene applicato ad una variabile di bilancio dell'azienda *target* - che è da prassi l'ultima rilevata in sede contabile oppure quella prevista da *budget* - può presentare valori negativi o di poco sopra lo zero.

Nel 4 capitolo – “Case studies” – si fornisce un'applicazione pratica delle metodologie valutative descritte nel capitolo 3 a casi aziendali declinati sulla base di aziende realmente operanti sul mercato. L'applicazione

dei metodi sarà coerente con la descrizione dello stato della crisi e con l'attendibilità e ragionevolezza delle stime e delle strategie di risanamento ipotizzate dal *management* delle aziende descritte.

Nel seguito vengono prospettati tre *case studies* di aziende operanti in settori differenti (i.e. *provider* di sistemi informativi, editoria di pregio, costruzioni). Per la descrizione del *business model* e del contesto di mercato afferenti i casi studio considerati, sono state prese in considerazione aziende effettivamente operanti sul mercato allo stato attuale. Tuttavia, la declinazione dello stato di crisi, ivi incluse le motivazioni e lo *status* della crisi, i *key financial* delle aziende storici e prospettici e le strategie di risanamento proposte dal *management* sono stati elaborati in forma casuale, con il solo obiettivo di rendere i tre casi di studio "verosimili" dato il settore di *business* presidiato, le possibili motivazioni alla base della crisi e le consistenze economico-patrimoniali (prese in considerazione solo come ordine di grandezza).

La società Alfa è un gruppo che opera da decenni quale fornitore di servizi IT per le banche medio-piccole. In particolare, anche attraverso le sue controllate, Alfa fornisce alla base clienti servizi di esternalizzazione completa ("*full outsourcing*"), servizi di *facility management*, *full licensing* per i sistemi di pagamento e, in via residuale, servizi di *document management*.

Nell'ultimo triennio la società ha registrato una flessione sia a livello di fatturato, sia a livello di marginalità, a causa delle grandi manovre di *cost-cutting* attuate dalla gran parte degli istituti finanziari italiani e della costituzione - da parte degli stessi istituti - di società IT in forma consortile, più convenienti in termini di *governance* e in termini di costo.

In uno scenario inerziale, senza modifiche attese al *business model* della società e con un profilo di investimenti coerente con il *track-record* della società (i.e. senza investimenti ulteriori), si attende che i volumi di Alfa continuino a registrare delle contrazioni, incrementando i livelli di perdita a conto economico, ma anche in termini di flussi di cassa.

Tuttavia, il management di Alfa ritiene che, la società possa continuare a operare sul mercato fornendo soluzioni IT innovative che consentano agli stessi di profilare meglio la clientela *target*, di gestire i *database* secondo degli algoritmi già profilati per aggredire meglio la clientela esistente e quella potenziale, di sviluppare algoritmi funzionali a declinare analiticamente i *rating* della clientela per snellire e ottimizzare il processo di erogazione del credito.

Al fine di garantire tali livelli di operatività ad Alfa, il *management* stima che i livelli di investimenti cumulati in arco di Piano debbano essere incrementati dagli attuali €50 milioni a €70 milioni. Il *management* riesce, dunque, a ottenere un ulteriore finanziamento grazie alla nuova leva finanziaria e al nuovo ciclo di investimenti evolutivi destinati a rinnovare la piattaforma IT di Alfa.

In tale contesto, la componente patrimoniale rappresenta una variabile limitatamente significativa se confrontata con il valore economico complessivo dell'azienda *target*, che invece presenta un elevato grado di correlazione con le sue potenzialità reddituali e finanziarie. Per tale motivo, non si ritiene opportuno applicare una metodologia patrimoniale / mista patrimoniale-reddituale, bensì la metodologia valutativa di

natura finanziaria, basata sul metodo dei flussi di cassa operativi scontati (*DCF unlevered*), e la metodologia dell'*Adjusted Present Value* (APV), al fine di valorizzare puntualmente i benefici fiscali relativi agli interessi passivi connessi alla leva finanziaria assunta

Ai fini dell'applicazione del DCF, i parametri analizzati per l'applicazione del metodo DCF, sono desunti sulla base di quanto indicato dalla società Alfa nelle proiezioni economico patrimoniali nello scenario di sviluppo:

DCF - € mln	2019E	2020E	2021E	Flusso adjusted
EBIT adjusted	(9,8)	2,3	16,5	18,5
Imposte sull'EBIT	2,7	(0,6)	(4,6)	(5,2)
- IRES	2,3	(0,5)	(4,0)	(4,4)
- IRAP	0,4	(0,1)	(0,6)	(0,7)
NOPAT	(7,1)	1,6	11,9	13,3
+ Ammortamenti	12,2	14,2	16,0	14,0
+ Accantonamenti	1,5	1,8	1,8	-
- CAPEX	(14,0)	(14,0)	(14,0)	(14,0)
- Variazione crediti commerciali	(0,9)	(5,1)	(5,6)	-
+ Variazione debiti commerciali	0,1	0,8	0,8	-
+ Variazione fondo TFR	0,2	0,2	0,2	-
FCFF	(7,9)	(0,5)	11,1	13,3

Il costo medio ponderato del capitale ("WACC"), utilizzato per l'attualizzazione dei flussi attesi, è stato stimato secondo il "*Capital Asset Pricing Model*" ("CAPM"), come nel seguito rappresentato:

- Tasso di rendimento delle attività prive di rischio (*Tasso risk free - Rf*): corrisponde al rendimento medio lordo degli ultimi sei mesi del titolo di Stato italiano a scadenza 10 anni, i.e. BTP, rilevato ad Dicembre 2018;
- Premio di mercato (*Market risk premium - MRP*): è di norma commisurato al differenziale di rendimento (storico e di lungo periodo) tra i titoli azionari e obbligazionari sui mercati finanziari internazionali, ed è desunto dalle stime di Damodaran sul rischio paese Italia, ad ottobre 2018;
- Coefficiente Beta *Unlevered* (B_u): risulta pari a 0,84 ed è stato determinato provvedendo alla compilazione di un campione di società quotate comparabili e calcolando il parametro medio del campione al netto degli effetti connessi al livello di indebitamento e dell'aliquota fiscale;
- Struttura finanziaria: la struttura delle fonti finanziarie utilizzata per la ponderazione del costo del capitale e la determinazione del Beta *Levered* (B_l), che prevede un rapporto mezzi di terzi/totale delle fonti (coefficiente di indebitamento) pari a 0,016 è stata determinata sulla base della struttura finanziaria media delle società quotate operanti nel settore;
- Size premium: al fine di tener conto della rischiosità dei risultati dell'azienda *target* connessi ai limiti dimensionali della stessa rispetto al panel di imprese comparabili, il calcolo del costo del capitale proprio include uno "*spread*" addizionale di circa 578 *basis point*, rappresentativo del premio dimensionale medio dei titoli (10°decile) quotati ai listini NYSE/AMEX/NASDAQ rispetto al loro rischio sistematico/Beta risk misurato con approccio CAPM
- Aliquota fiscale: effetto fiscale calcolato sulla base di un *tax rate* pari al 24%;

Dall'applicazione di tali assunti, il WACC considerato per l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi è risultato pari al 12,8%.

Costo medio ponderato del capitale (WACC)	
Tasso risk-free (Rf)	3,1%
Premio di mercato (MRP)	5,9%
Beta unlevered (Bu)	0,69
Beta levered (Bl)	0,70
Aliquota fiscale (t)	24,0%
E/D+E	0,98
D/D+E	0,02
D/E	0,02
Size premium	5,8%
Costo capitale proprio (Ke)	13,0%
Costo indebitamento (Kd)	5,5%
Costo indebitamento [Kd*(1-t)]	4,2%
WACC	12,8%

L'applicazione della metodologia analitica del DCF, restituisce un valore centrale della società Alfa pari a €81,1 milioni.

DCF - € mln	2019E	2020E	2021E	Flusso adjusted
FCFF	(7,9)	(0,5)	11,1	13,3
TV				112,7
Fattore di attualizzazione	0,89	0,79	0,70	0,70
Discounted FCFF	(7,0)	(0,4)	7,7	
Discounted FCFF 2019-2021	0,4			
Discounted TV	78,5			
Enterprise Value (Discounted FCFF 2019-2021 + Discounted TV)	78,9			
- Posizione Finanziaria Netta 31.12.2018	(2,3)			
Equity Value Capogruppo	81,1			

Nell'applicazione del secondo metodo per la valutazione della società Alfa, l'*Adjusted Present Value*, come per la metodologia del DCF, la stima dei flussi di cassa operativi attesi viene definita sulla base del piano di sviluppo indicato dalla società Alfa nell'orizzonte temporale 2019-2021, mentre per la stima del *Terminal Value* si fa riferimento al "flusso *adjusted*" definito nell'ipotesi che Alfa permanga, al termine del periodo esplicito in una condizione di equilibrio stabile.

Il *cost of equity* utilizzato per l'attualizzazione dei flussi attesi, è stato stimato secondo il "*Capital Asset Pricing Model*" ("CAPM"):

- Tasso di rendimento delle attività prive di rischio (*Tasso risk free - Rf*): corrisponde al rendimento medio lordo degli ultimi sei mesi dei titoli di Stato a lunga scadenza (i.e. 10 anni);
- Premio di mercato (*Market risk premium - MRP*): è di norma commisurato al differenziale di rendimento (storico e di lungo periodo) tra i titoli azionari e obbligazionari sui mercati finanziari internazionali, ed è desunto dalle stime di Damodaran sul rischio paese Italia, ad ottobre 2018;
- Coefficiente Beta *Unlevered* (B_u): risulta pari a 0,84 ed è stato stimato sulla base di un *panel* di società quotate ritenute comparabili alla società Alfa;
- *Size premium*: al fine di tener conto della rischiosità dei risultati dell'azienda *target* connessi ai limiti dimensionali della stessa rispetto al *panel* di imprese comparabili, il calcolo del costo del capitale proprio include uno "*spread*" addizionale di circa 578 *basis point*, rappresentativo del premio

dimensionale medio dei titoli (10°decile) quotati ai listini NYSE/AMEX/NASDAQ rispetto al loro rischio sistematico/Beta risk misurato con approccio CAPM.

Dall'applicazione di tali assunti, il *cost of equity* considerato per l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi è risultato pari al 12,9%.

Cost of equity unlevered	
Tasso risk-free (Rf)	3,1%
Premio di mercato (MRP)	5,9%
Beta unlevered (Bu)	0,69
Size premium	5,8%
Costo capitale proprio (Ke)	12,9%

Il costo del debito considerato ai fini dell'attualizzazione dei benefici fiscali, stimato da Piano, tiene conto della struttura finanziaria della società *target*.

L'applicazione della metodologia analitica dell'APV, restituisce un valore centrale della società Alfa pari a €85,3 milioni, come di seguito riportato.

APV - € mln	2019E	2020E	2021E	Flusso adjusted
FCFO	(7,9)	(0,5)	11,1	13,3
TV				111,9
Fattore di attualizzazione	0,89	0,78	0,69	0,69
Discounted FCFO	(7,0)	(0,4)	7,7	
Discounted FCFO 2019-2021	0,4			
Discounted TV	77,7			
Debiti finanziari	22,2	19,7	17,3	17,3
Kd	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Interessi passivi	1,2	1,1	0,9	0,9
Tax benefits	24,0%	0,3	0,3	0,2
Tax benefits TV				5,1
Fattore di attualizzazione	0,95	0,90	0,85	0,85
Discounted tax benefits	0,3	0,2	0,2	
Discounted tax benefits 2019-2021	0,7			
Discounted TV	4,3			
Enterprise Value (Discounted FCF 2019-2021 + Discounted TV + tax benefits)	83,1			
- Posizione Finanziaria Netta 31.12.2018	(2,3)			
Equity Value	85,3			

Infine, come metodologia di confronto è stato applicato il “*Changing Capital Structure*” (“CCS”), che contempla l'adeguamento costante del costo del capitale (i.e. “WACC”) alla struttura del Capitale proprio dell'azienda *target* per ogni anno di piano del periodo esplicito ed estendendo quest'ultimo fino al momento in cui l'azienda non raggiunge una situazione stabile e normale.

Il WACC utilizzato per l'attualizzazione dei flussi attesi, è stato stimato secondo il “*Capital Asset Pricing Model*” (“CAPM”). La differenza rispetto alla metodologia di determinazione del WACC utilizzata nell'ambito dell'applicazione del DCF risiede nella determinazione di un costo medio ponderato del capitale diverso per ogni anno di Piano, in relazione alla struttura del capitale di Alfa (e non rispetto alla struttura del capitale media del *panel* di operatori di mercato). Sulla base di tali presupposti, è stato applicato un costo del capitale diverso ad ogni flusso di cassa atteso, come indicato nel seguito:

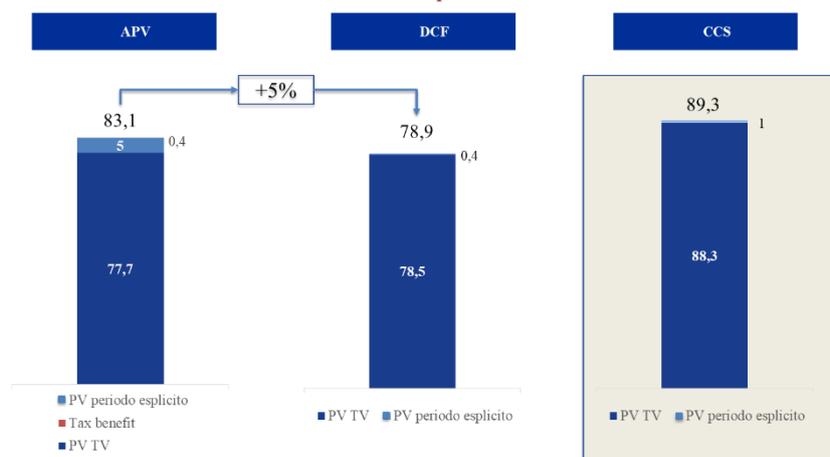
WACC	2019E	2020E	2021E	Flusso adjusted
Tasso risk-free (Rf)	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
Premio di mercato (MRP)	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Beta unlevered (Bu)	0,69	0,69	0,69	0,69
Beta levered (Bl)	1,59	1,56	1,59	1,70
Aliquota fiscale (t)	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%
E/D+E	0,37	0,38	0,37	0,34
D/D+E	0,63	0,62	0,63	0,66
D/E (da Piano)	0,58	0,60	0,58	0,52
Size premium	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Costo capitale proprio (Ke)	18,2%	18,1%	18,2%	18,9%
Costo indebitamento (Kd)	4%	4%	4%	4%
Costo indebitamento [Kd*(1-t)]	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
WACC	8,7%	8,7%	8,7%	8,5%

L'applicazione della metodologia del CCS in forma semplificata, restituisce un valore centrale della società Alfa pari a €91,5 milioni, come di seguito riportato.

CCS - € mln	2019E	2020E	2021E	Flusso adjusted
FCFF	(7,9)	(0,5)	11,1	13,3
TV				112,7
WACC	2019E	2020E	2021E	Flusso adjusted
D/E da Piano	0,58	0,60	0,58	0,52
WACC	8,7%	8,7%	8,7%	8,5%
Fattore di attualizzazione	0,92	0,85	0,78	0,78
Discounted FCFF	-7,3	-0,4	8,7	
Discounted FCFF 2019-2021	1,0			
Discounted TV	88,3			
Enterprise Value (Discounted FCFF 2019-2021 + Discounted TV)	89,3			
- Posizione Finanziaria Netta 31.12.2018	(2,3)			
Equity Value	91,5			

Alla luce di ciò, il DCF sottostima il valore dell'azienda *target* di circa un 5% rispetto al valore determinato con il metodo dell'APV. Tale sottostima è in parte riconducibile all'approssimazione fatta all'interno del periodo esplicito preso in esame nel metodo del DCF, in cui si ipotizza un tasso di sconto ("WACC") costante sia per il periodo esplicito che per la determinazione del *Terminal Value*. Tale approssimazione determina una sottostima dei benefici fiscali sugli interessi passivi collegati alla leva finanziaria specialmente nei primi anni di Piano, quando gli effetti della leva sono proporzionalmente maggiori. La metodologia dell'APV sembra, dunque, la più adeguata in tale contesto, in quanto riflette analiticamente la valorizzazione specifica dei benefici fiscali.

Considerazioni di sintesi – Breakdown Enterprise Value (valore centrale in €mln)



METODOLOGIA DI CONFRONTO

La società Beta è attiva nel settore dell’editoria di pregio con volumi ad elevato contenuto artistico e culturale. In particolare, la società presidia il mercato con diverse linee di *business*, quali editoria core, edizioni per bibliofili, mappe e codici, multipli d’arte.

La società Beta ha affermato il proprio posizionamento negli anni grazie ad una valorizzazione delle eccellenze made in Italy, e grazie a una rete di agenti propria con una distribuzione capillare sul territorio. Beta, dunque, negli ultimi anni non ha utilizzato il canale online per la commercializzazione dei propri prodotti. Con il progredire della digitalizzazione, sia per l’editoria (i.e. e-book), sia per l’arte di pregio, il canale fisico ha registrato una contrazione degli ordini. La congiuntura economica sfavorevole, inoltre, ha determinato una contrazione dei volumi per un business caratterizzato dal prezzo medio unitario per i prodotti molto elevato.

Il *management* di Beta ritiene che mediante una rivisitazione del *business model*, orientato verso il canale della grande distribuzione, Beta possa tornare a incrementare i volumi di produzione e garantire ritorni economici in linea con il capitale investito negli anni. Il *management* ha elaborato un piano di sviluppo che prevede l’implementazione di azioni evolutive che consentano tale rivisitazione del *business model*, anche grazie a un nuovo ciclo di investimenti abilitati da una rinegoziazione del debito e l’ottenimento di nuova leva finanziaria. Beta versa quindi in uno stato di crisi reversibile.

Non è possibile applicare metodi di valutazione finanziaria che considerino un’evoluzione prospettica della gestione della società Beta, dato che le nuove proiezioni presentate nel piano di sviluppo risultano fortemente inficiate dall’incremento della leva finanziaria reso necessario per abilitare il nuovo ciclo di investimenti dell’azienda *target* e, pertanto, si ritiene opportuno utilizzare una metodologia valutativa di tipo analitico basate sul metodo misto patrimoniale – reddituale, senza l’applicazione di un *Terminal Value* considerato che, data la situazione di crisi in cui versa l’azienda, non è possibile riconoscere un avviamento in *perpetuity* della stessa.

In particolare, il rendimento normale medio è stato determinato moltiplicando il patrimonio netto della società per il rendimento atteso dal mercato per investimenti nel settore di riferimento, pari al costo del capitale proprio (K_e).

Nello specifico il costo del capitale proprio è stato stimato secondo il “*Capital Asset Pricing Model*” (CAPM), con i parametri descritti nel seguito.

Costo del capitale proprio	
Tasso risk-free	3,1%
Premio di mercato (MRP)	5,7%
Beta unlevered (B_U)	0,6
Beta levered (B_L)	1,02
Aliquota fiscale (t)	24%
E/D+E	0,54
D/D+E	0,46
D/E	0,85
Size premium	5,78%
Costo capitale proprio (K_e)	14,7%

In particolare:

- Tasso di rendimento delle attività prive di rischio (Tasso *risk free* - R_f): corrisponde al rendimento medio lordo degli ultimi sei mesi dei titoli di Stato a lunga scadenza (i.e. 10 anni) e pari al 3,1%;
- Premio di mercato (*Market risk premium* - MRP): è di norma commisurato al differenziale di rendimento (storico e di lungo periodo) tra i titoli azionari e obbligazionari sui mercati finanziari internazionali, ed è desunto dalle stime di Damodaran sul rischio paese Italia, ad ottobre 2018 e pari al 5,7%;
- Coefficiente Beta *Unlevered* (B_U): risulta pari a 0,62 ed è stato stimato sulla base di un *panel* di società quotate operanti nel settore dell’editoria (pur non strettamente comparabili a Beta) e calcolando il parametro medio del campione al netto degli effetti connessi al livello di indebitamento e dell’aliquota fiscale. In particolare è stato preso quale oggetto di analisi, un *peer* di 6 *player* nazionali e internazionali.

Il costo del capitale proprio (K_e) utilizzato per l’attualizzazione dei redditi netti di Beta è stato stimato pari al 14,7%.

Il periodo esplicito di pianificazione considerato è relativo al periodo 2019 - 2021. Per l’identificazione dei flussi economici futuri è stata considerata, relativamente a Beta una capacità di reddito corrispondente al reddito atteso dal *management* della stessa per il triennio (dati derivanti dal Piano di sviluppo 2019 - 2021). Per calcolare il Rendimento normale medio si è preso in considerazione il patrimonio netto atteso a fine 2018 inclusivo della perdita stimata da Preconsuntivo 2018 attraverso il ricalcolo delle imposte figurative.

Rendimento Patrimonio Netto Normale Atteso	
€ mln	
Patrimonio Netto 31.12.2018	19,5
Rendimento Normale Atteso - Costo del Capitale Proprio (Ke)	14,7%
Rendimento Normale Medio	2,9

Valore dell'avviamento (disavviamento)		2018F	2019E	2020E	2021E
€ mgl					
Risultato netto atteso			(0,1)	1,5	5,0
Rendimento Normale Medio			2,9	2,9	2,9
Sovrareddito (Sottoreddito)			(3)	(1)	2
Costo del Capitale proprio (Ke)	14,7%				
Fattore di attualizzazione			0,87	0,76	0,66
Valore attuale sovrareddito (sottoreddito)			(3)	(1)	1
Avviamento (Disavviamento)	(2,2)				

Enterprise Value	
€ mgl	
Patrimonio Netto 2018F	19,5
Avviamento (Disavviamento) a 3 anni	(2,2)
Equity Value (100%)	17,3
Posizione finanziaria netta	4,7
Enterprise Value (100%)	22,0

€ Mgl	Analisi di sensitività					
	% Ke	16,70%	15,70%	14,70%	13,70%	12,70%
Equity Value		16,5	16,9	17,3	17,8	18,3

L'applicazione della metodologia analitica del metodo economico-patrimoniale misto, restituisce un valore centrale del capitale economico della società Beta pari a €17,3 milioni.

La società Gamma opera da decenni nei settori delle costruzioni, dei calcestruzzi e del comparto immobiliare. Gamma versa in una situazione di forte tensione finanziaria derivante dal mancato incasso di crediti da parte degli Enti Appaltanti, dal sempre più difficile sostegno finanziario da parte degli Istituti di Credito, dall'irrigidimento dei rapporti con i fornitori e dal rallentamento delle attività di cantiere.

Dato il contesto di mercato, delle consistenze patrimoniali attese in riduzione di circa il 50% nel piano e l'impossibilità del management di prospettare delle rivisitazioni del business model con un elevato grado di sostenibilità e/o credibili per gli stakeholder esterni, la società non sembra presentare i requisiti per la continuità aziendale, versa quindi in uno stato di crisi irreversibile.

Data l'assenza del requisito del *going concern* e l'impossibilità di valutare Gamma in ipotesi di continuità aziendale, il valore del suo capitale economico è stato determinato con un metodo patrimoniale con costi di liquidazione, che fa riferimento ad un approccio analitico basato sulla consistenza patrimoniale e sui costi di funzionamento per la gestione del periodo di "run off" dell'attività aziendale.

Ai fini dell'applicazione della metodologia in esame, si è proceduto con l'identificazione dei flussi economici a partire dal 31.12.2017 e la determinazione dalle spese di funzionamento della società calcolate per il 2018 e il 2019 rideterminate in coerenza con una gestione di "run off" (i.e. circa il 30% della base dei costi del personale e delle altre spese amministrative in essere nel 2017).

Sono state applicate le seguenti ipotesi:

- Gestione del "run-off" delle risorse umane mediante un mantenimento della struttura del personale necessaria alle attività per circa €10,5 milioni complessivi
- Riduzione / efficientamento delle spese di funzionamento a causa dell'assenza di nuova operatività e di gestione ad esaurimento dell'operatività pregressa su un orizzonte temporale coerente con i costi del personale, per circa €60,5 milioni complessivi

- I costi sostenuti per gli esercizi 2018 e 2019, connessi con il processo di “run off”, vengono attualizzati al costo del capitale proprio

Senza considerare il rischio di realizzo del capitale circolante netto, e solo in considerazione della variabilità dei costi di ristrutturazione, la presente stima individua un *range* di valorizzazione potenziale del capitale economico di Gamma compreso tra €14,8 milioni e €16,3 milioni.

Rendimento Patrimonio Netto Normale Atteso			
€mln	2017A	2018B	2019E
Patrimonio Netto 2017A	78,5		
Totale costi di “run-off”		(43,4)	(27,6)
- Spese per il personale		(7,0)	(3,5)
- Altre spese amministrative		(36,4)	(24,1)
Costo del Capitale proprio (Ke)	9,1%		
Totale elementi negativi di reddito attualizz.		(39,8)	(23,1)
Equity value	15,6		-

Enterprise Value	
€mgl	
Patrimonio Netto 2017A	78,5
Equity Value (100%)	15,6

€Mgl	Analisi di sensitivity				
	% Ke	7,1%	8,1%	9,1%	10,1%
Equity Value	13,95	14,77	15,56	16,34	17,10

In conclusione, nella valutazione di imprese che versano in uno stato di crisi una delle fasi più critiche risulta essere la scelta del metodo di valutazione più appropriato in relazione alle specifiche circostanze del contesto di riferimento. Tale fase di selezione del metodo di valutazione risulta essere critica in ogni processo valutativo, ma nel caso di imprese che versano uno stadio di crisi assume una rilevanza ancora più significativa, anche in virtù del fatto che l’utilizzo di metodi non appropriati potrebbe portare alla definizione di risultati non realistici.

Si può quindi sostenere che non esiste uno specifico metodo che meglio si adatta alla valutazione di aziende in crisi. Al contrario il metodo più opportuno deve essere selezionato e implementato sulla base del livello di crisi come sintetizzato nella matrice che segue.

		Metodi di valutazione						
		Discount Cash Flow	Changing Capital Structure	Adjusted Present Value	Mixed	Asset	Option Value	Multipli
Livello di crisi	Very strong							
	Strong							
	Medium							
	Weak							

In particolare, quando lo stato di crisi è lieve i metodi di valutazione tradizionali (i.e. DCF) possono ancora essere ritenuti applicabili senza particolari criticità, in quanto le proiezioni del *management* sono ritenute sostenibili e affidabili e la metodologia risulta essere maggiormente rappresentativa delle reali potenzialità del *business* rispetto alla sola componente patrimoniale.

Quando invece il livello della crisi risulta equiparata a un “disequilibrio economico” (come nel caso di Alfa) o di livello medio / elevato, ma ancora ad uno stato di possibile risanamento, e quindi reversibile (come nel

caso di Beta), i limiti dei metodi esposti nei capitoli precedenti in merito al DCF suggeriscono di adottare piuttosto il metodo dell'APV o del CCS, dove è possibile riflettere in una maniera più opportuna la struttura finanziaria dell'azienda *target*, o il metodo misto, che consente di rappresentare al meglio la valorizzazione dell'azienda alla quale non è possibile riconoscere un avviamento in *perpetuity*, (laddove sarebbero invece inapplicabili dunque i metodi prospettici).

Quando invece lo stato di crisi risulta esser paragonabili ad uno stato di liquidazione o di concordato preventivo finalizzato alla liquidazione (come nel caso di Gamma), i metodi *asset based* acquisiscono un maggior grado di appropriatezza, con particolare rilevanza attribuita alla stima del valore di liquidazione al netto dei costi di liquidazione oppure con il metodo dell'*Option Value*.