

Indice

Premessa	XIII
Introduzione	1
1 Aziende a rischio di non sopravvivenza	23
1.1 Un quadro concettuale di base	23
1.1.1 Concetti generali	25
1.1.1.1 Parità competitiva	25
1.1.1.2 Migrazione di valore	26
1.1.1.3 Tasso istantaneo di deprezzamento	27
1.1.1.4 <i>Going concern value</i>	28
1.1.1.5 Selezione naturale di mercato	28
1.1.1.6 Aziende <i>zombie</i>	29
1.1.2 Aziende a rischio di non sopravvivenza	30
1.1.2.1 Il rischio di non sopravvivenza	30
1.1.2.2 Azienda inadatta (<i>unfit</i>)	30
1.1.2.3 <i>Liability of adolescence</i>	31
1.1.2.4 <i>Liability of obsolescence</i>	31
1.1.2.5 Soluzioni possibili per l'azienda a rischio di non sopravvivenza	32
1.1.3 Diagnosi ritardata	32
1.1.3.1 Inerzia manageriale	32
1.1.3.2 Inefficacia dei sistemi di <i>monitoring</i>	33
1.1.3.3 <i>Hubris</i>	34
1.1.4 Contratti e <i>governance</i>	34
1.1.4.1 Azienda come nesso di contratti	34
1.1.4.2 <i>Mismatch</i> fra contratti ed attività	35
1.1.4.3 <i>Governance vs. seniority</i>	35
1.1.4.4 Contratti impliciti ed espliciti	36
1.1.5 Costi di dissesto e capitale reputazionale	36
1.1.5.1 Costi indiretti di dissesto	36
1.1.5.2 Capitale reputazionale	37
1.1.5.3 Costi diretti di dissesto	38
1.1.5.4 Interessi conflittuali fra i <i>claimant</i>	38

1.1.5.5	Gestione tattica dell'insolvenza	39
1.1.6	Fasi del declino	39
1.1.6.1	Il declino come perdita progressiva di componenti di valore	39
1.1.6.2	Perdita di opportunità ed erosione del vantaggio competitivo	44
1.1.6.3	Perdita della parità competitiva (sottoperformance)	44
1.1.6.4	Perdita di prospettiva di continuità (azienda sotto <i>stress</i>)	45
1.1.6.5	Zona di insolvenza e insolvenza	45
1.1.6.6	Procedure e liquidazione	45
1.1.7	Tipologie di valutazioni	47
1.1.7.1	Le diverse funzioni delle valutazioni nelle diverse fasi della crisi	47
1.1.7.2	Valutazioni delle diverse opzioni di soluzione della crisi (<i>going concern</i>)	48
1.1.7.3	<i>Conditional value</i> vs. <i>unconditional value</i>	48
1.1.7.4	Struttura finanziaria di riferimento	49
1.2	Le nuove tendenze verso la gestione anticipata dell'insolvenza	51
1.2.1	Le diverse soluzioni normative per prevenire e gestire l'insolvenza	51
1.2.2	La cultura della sopravvivenza	51
1.2.3	Le novità sul fronte della regolamentazione bancaria	55
1.2.4	Le novità in ambito di principi contabili	60
1.2.5	L'intersezione delle novità della regolamentazione bancaria con le novità contabili	62
1.2.6	La continuità aziendale	66
1.2.7	Le novità di legge	69
1.2.8	La cultura del valore d'azienda	70
1.3	Senza cultura di valutazione i sistemi di prevenzione sono inefficaci	72
1.3.1	La ridotta efficacia dei sistemi di <i>monitoring</i> e di <i>bonding</i>	72
1.3.2	I sistemi di <i>monitoring</i> interni	74
1.3.3	I sistemi di <i>monitoring</i> esterni	75
2	Introduzione alla valutazione delle aziende in crisi	79
2.1	Profili rilevanti	79
2.1.1	Le differenze rispetto alla valutazione di aziende ordinarie	79
2.1.2	Aziende curabili e non curabili	82
2.1.3	Aziende insolventi rispetto ad aziende a rischio di non sopravvivenza	84
2.1.4	Ritardo di diagnosi	86
2.1.5	Le peculiarità della valutazione delle aziende a rischio di non sopravvivenza	87
2.1.6	Perché è richiesta la valutazione dell'azienda a rischio di non sopravvivenza e come deve essere svolta	88
2.1.7	Cosa e quando valutare	89
2.2	I principi generali che presidiano la valutazione dell'azienda in crisi	89
2.2.1	Valori contabili	91
2.2.1.1	Conservazione del valore	91
2.2.1.2	<i>Earnings management</i>	93
2.2.1.3	Divaricazione fra <i>performance</i> contabili e <i>performance</i> economiche	94

2.2.2	<i>Leverage</i>	99
2.2.2.1	<i>Leverage</i> a valori di mercato vs. <i>leverage</i> a valori contabili	99
2.2.2.2	Ciclo economico e variazioni asimmetriche di indebitamento	99
2.2.2.3	Contratti finanziari incompleti e aziende familiari	99
2.2.2.4	Adeguatezza dei mezzi propri	100
2.2.3	Costi di agenzia sul debito	101
2.2.3.1	Contratti finanziari incompleti e costi di agenzia sul debito	101
2.2.3.2	Eccesso di debito (<i>debt overhang</i>) e investimenti	102
2.2.3.3	Opzioni implicite nel debito e nell' <i>equity</i>	102
2.2.3.4	Incertezza sulla risanabilità dell'azienda ed elevato indebitamento	106
2.2.4	Rischio operativo	107
2.2.4.1	Vulnerabilità economica e vulnerabilità finanziaria	107
2.2.4.2	Rischio operativo e scelte del management	107
2.2.4.3	Eccesso di capacità e rischio operativo	109
2.2.5	Valutazione d'azienda	109
2.2.5.1	Valore di liquidazione ordinata	109
2.2.5.2	<i>Q ratio</i>	110
2.2.5.3	Valore <i>as is</i> e valore <i>to be</i>	110
2.2.5.4	<i>Hard-to-Value-Asset</i> (HTVA)	111
2.2.5.5	Reversibilità dei costi indiretti di dissesto	112
2.2.5.6	Valori di mercato e perimetri di dismissione	113
2.2.5.7	Separazione fra valore delle attività e struttura finanziaria	113
2.2.5.8	Valori <i>pre money</i> e <i>post money</i>	113
2.2.5.9	Dispersione di valori	114
2.2.6	Valutazione dei <i>claims</i>	114
2.2.6.1	Privilegio e degrado	114
2.2.6.2	<i>Asset substitution</i>	115
2.2.6.3	Sconto sul debito e valore dell' <i>equity</i>	116
2.3	La formula generale di valutazione	117
2.4	Gli elementi distintivi della valutazione delle aziende a rischio di non sopravvivenza	125
2.4.1	Analisi per scenari	125
2.4.2	L'azienda è in grado di garantire l' <i>Highest and Best Use</i> (HBU) alle sue attività?	127
2.4.3	<i>Path dependence</i> delle valutazioni	128
2.4.4	Crisi di settore	128
2.4.5	Presenza di investitori attivi	129
2.4.6	<i>Governance</i> dell'azienda	131
2.5	Le peculiarità della valutazione dei <i>claims</i> (strumenti di debito, di <i>equity</i> o ibridi)	131
3	L'analisi fondamentale	137
3.1	L'analisi fondamentale	137
3.1.1	Cosa è l'analisi fondamentale	137
3.1.2	Evitare di confondere cause con effetti	140
3.1.3	Una diversa relazione rendimento-rischio	142

3.1.4	Le cause dello stato di crisi	146
3.1.4.1	La ciclicità della domanda	146
3.1.4.2	L' <i>Industrial Organization Model</i> (I/O)	155
3.1.4.3	Il <i>Resource Based Model</i> (R/B)	159
3.1.4.4	La <i>Business Model Analysis</i> (BMA)	166
3.1.5	Fattispecie ricorrenti di aziende a rischio di non sopravvivenza	172
3.2	La verifica della gravità della crisi	176
3.2.1	Squilibrio economico e squilibrio finanziario	176
3.2.1.1	Gravità dello squilibrio economico-finanziario	176
3.2.2	Esempi di squilibrio economico e squilibrio finanziario	180
3.2.2.1	Squilibrio economico	180
3.2.2.2	Squilibrio finanziario strutturale	185
3.2.2.3	Squilibrio economico e finanziario	185
3.2.3	I diversi gradi di squilibrio strutturale	188
3.3	La sintesi fra le cause e la gravità della crisi	194
3.4	Il percorso logico: dall'analisi fondamentale ai percorsi di soluzione della crisi	198
4	L'insolvenza	201
4.1	L'insolvenza in tre prospettive alternative	201
4.2	Insolvenza e <i>default</i>	201
4.2.1	Insolvenza commerciale e insolvenza tecnica	201
4.2.2	Il CCII e il codice civile	203
4.2.3	I multipli del manuale dell' <i>Asset Quality Review</i> della BCE	211
4.2.4	Misure a valore usate in letteratura	213
4.3	Rischio di <i>default</i> nella prospettiva delle società di rating	215
4.3.1	<i>Default</i> e rating	215
4.3.1.1	La frequenza con cui le aziende <i>speculative grade</i> cadono in <i>default</i>	218
4.3.1.2	I tempi medi fra l'assegnazione del rating e il <i>default</i>	219
4.3.1.3	La frequenza con cui le aziende migrano in classi di rating migliori o peggiori	219
4.3.2	Il valore recuperabile dei crediti con rating <i>speculative grade</i>	221
4.3.3	L'importanza dei rating impliciti	225
4.3.4	Il <i>default</i> nei principi contabili e nella regolamentazione bancaria	227
4.4	La stima delle rettifiche su crediti in ambito bancario	232
4.4.1	Diagnosi e aree di intervento	234
5	Tipologia di valutazioni e quadro di riferimento	237
5.1	Qualificare la valutazione	237
5.2	Le configurazioni di valore rilevanti per le aziende a rischio di non sopravvivenza	239
5.3	Valore intrinseco	247
5.4	Il valore di mercato	250
5.4.1	Valore di mercato di aziende sotto <i>stress</i>	250
5.4.2	Valore di mercato di aziende che richiedono (solo) ristrutturazione del passivo	255
5.5	Il capitale investito a costi di rimpiazzo	258

5.6	La zona di insolvenza	270
5.7	<i>Reorganization value</i>	277
5.8	La liquidazione forzata (atomistica)	283
5.9	La liquidazione accelerata	297
5.10	La liquidazione di aziende in continuità indiretta	299
5.10.1	La liquidazione dell'attivo dell'azienda sana o sottoperformante	300
5.10.2	La liquidazione delle azioni di aziende sane o sottoperformanti	302
5.10.3	La liquidazione dell'attivo operativo di aziende sotto <i>stress</i>	305
5.10.3.1	Valore in funzionamento dell'azienda a finire	306
5.10.3.2	Valore in funzionamento in continuità indiretta	309
5.11	Il canone di affitto d'azienda	312
5.12	Il prezzo base d'asta	314
5.13	Il valore d'uso a fini di <i>impairment test</i>	325
5.14	Il <i>fair value</i> a fini di <i>impairment test</i>	332
5.15	Il valore di liquidazione ai sensi dei principi OIC	334
5.16	Il valore fondamentale di attività reali	336
5.17	<i>Hope Value</i>	349
5.18	La relazione fra configurazioni di valore attraverso la «lente» del <i>fresh start accounting</i> statunitense	355
5.19	Il valore di mercato riferito a date future	361
5.20	Il valore di mercato del debito e dell' <i>equity</i> (i <i>claims</i> sull' <i>enterprise value</i>)	367
5.20.1	Valore di mercato dell' <i>equity</i>	368
5.20.2	Valore di mercato del debito (nella prospettiva del creditore)	372
5.20.3	Acquisto con quote di un fondo di portafogli di crediti <i>single name</i> multibanca	374
5.20.4	Acquisto per cassa di crediti <i>single name</i> da parte di investitori specializzati	381
5.21	Il valore di mercato di Strumenti Finanziari Partecipativi (SFP)	384
5.22	Il valore delle azioni in caso di aumento di capitale con rinuncia al diritto di opzione	395
6	Costo del capitale e tasso di sconto	401
6.1	La relazione fra costo del capitale e tasso di sconto	401
6.1.1	La natura diversificabile e non diversificabile dei rischi aziendali	404
6.1.2	La natura <i>conditional</i> o <i>unconditional</i> dei flussi di risultato	406
6.1.3	L'aggiustamento al costo del capitale per ricavare il tasso di sconto	408
6.1.4	Quando il costo del capitale non cattura tutti i rischi di natura sistematica	409
6.1.5	I rischi da considerare in relazione alla specifica configurazione di valore	411
6.1.6	I rischi relativi all'oggetto di valutazione	412
6.2	Gli altri elementi (diversi dal rischio sistematico) che concorrono a formare il rendimento atteso di mercato	413
6.3	La relazione fra rendimento richiesto e costo del capitale	419
6.4	La funzione del <i>Company Specific Risk Premium</i> (CSRP)	421
6.4.1	I flussi da scontare sono <i>conditional</i>	421
6.4.2	Il rischio di <i>mis-specification</i> delle variabili nel modello di stima del costo del capitale	425

6.5	La relazione fra costo del capitale e sconto per la mancanza di liquidità	426
6.5.1	Verifiche empiriche relative alla dimensione del premio per il rischio di illiquidità ed al DLOL	433
6.5.2	Modelli teorici di stima del DLOL	437
6.5.3	<i>Finnerty Average-Strike Put Option Model</i>	441
6.6	La relazione fra costo del capitale e tempo	449
6.7	Il costo del debito	456
6.8	Il rendimento atteso dagli investitori finanziari che investono per cassa in crediti UTP	459
6.9	Il costo del capitale e la struttura finanziaria di riferimento	462
7	Analisi per multipli	469
7.1	Il ruolo dei multipli nella valutazione delle aziende in crisi	469
7.1.1	Aziende sotto <i>stress</i>	471
7.1.2	Aziende sottoperformanti	475
7.2	Il profilo della comparabilità	479
7.2.1	Ricostruzione dei multipli attraverso regressione multipla	481
7.2.2	Multipli commisurati ai ricavi	483
7.3	Gli errori più frequenti nel calcolo dei multipli	483
7.3.1	Debito contabile vs. debito a valore di mercato	484
7.3.2	Multipli correnti vs. Multipli <i>forward</i>	486
7.3.3	Multiplo medio di ciclo vs. multiplo corrente	486
7.3.4	Uso di multipli dispersi	492
8	Il percorso valutativo da seguire nelle fattispecie più frequenti	497
8.1	Le aziende in declino	497
8.1.1	La finalità della valutazione e l'impostazione logica	497
8.1.2	Il percorso valutativo	505
8.1.3	Le scelte di metodo	506
8.2	Le aziende da valutare nell'ambito di procedure di insolvenza	510
8.2.1	La finalità della valutazione	510
8.2.2	L'azienda insolvente sottoperformante	513
8.2.3	L'azienda insolvente sotto <i>stress</i>	517
8.2.4	L'azienda insolvente colpita da una passività inattesa	520
9	Conclusioni	527
9.1	Il ruolo della valutazione nelle fasi di diagnosi, di gestione della crisi e di riorganizzazione e/o ristrutturazione	527
9.2	La funzione di valutazioni «informate»	530
9.3	La valutazione come strumento di allineamento del risanamento economico e della ristrutturazione finanziaria	532
	Glossario	535
	Bibliografia	551