

Premessa

In un'economia di mercato la crisi d'impresa è un fenomeno fisiologico, tanto più diffuso quanto più intensa è la competizione. Nella sua forma più semplice la rivalità competitiva è un fenomeno dinamico attraverso il quale le imprese di successo emarginano le imprese concorrenti più deboli, che progressivamente distruggono valore, entrando in crisi. In questa prospettiva semplificata la distruzione di valore delle imprese in crisi sarebbe compensata dalla creazione di valore delle imprese di successo e l'effetto netto a livello di sistema economico potrebbe essere nullo. Tuttavia, la competizione non si esaurisce nella forma più semplice di rivalità fra imprese all'interno di uno stesso settore, ma genera fenomeni ben più complessi di migrazione di valore lungo l'intera *supply chain* o addirittura da un settore ad un altro o da un paese ad un altro, dove interi distretti, o settori o economie possono essere spogliati di valore senza ristori compensativi. In questo contesto è necessaria una diagnosi precoce dello stato di difficoltà e di soluzioni rapide e mirate, per non perdere posti di lavoro e valore economico.

L'innovazione è il principale antidoto per prevenire la crisi d'impresa¹. L'innovazione non riguarda solo il prodotto, ma anche e soprattutto i modelli di business. L'assenza di innovazione comporta l'obsolescenza dei modelli di business che costituisce la causa più frequente di crisi delle aziende. Come tutti i processi di invecchiamento non avviene istantaneamente, ma impiega del tempo. Se, tuttavia, i segnali sono trascurati, la crisi finisce per manifestarsi quando è molto più difficile recuperare la parità competitiva. Il primo segnale della parabola discendente del declino è rappresentato dalla perdita della capacità di cogliere le opportunità di mercato, l'ultimo è rappresentato dall'insolvenza conclamata. L'azienda «seduta» sui risultati del passato perde opportunità e finisce per essere aggredita ed emarginata dalla concorrenza.

Le conseguenze della crisi d'impresa possono essere più o meno gravi in relazione a quanto tempestivamente è diagnosticata ed a come è gestita. L'idea alla base di questo volume è che una valutazione «informata» dell'azienda in crisi sia uno strumento potente di diagnosi e di gestione del declino. Con il termine valutazione informata si intende una valutazione ancorata ad una approfondita analisi fondamentale in grado di identificare, mappare e misurare le determinanti del valore dell'azienda alla luce delle cause del declino e delle concrete possibilità di recupero.

¹ In linea di principio la competizione genera innovazione e crescita, ma il tasso di natalità e di mortalità delle imprese che si accompagna a un punto percentuale di crescita dell'economia (PIL) varia da economia a economia, in relazione alla capacità dell'economia stessa di reggere un tasso di mortalità più o meno elevato. Capacità che è funzione: della capacità del sistema finanziario di diversificare il rischio, atteso che la crisi d'impresa è in buona misura fonte di rischio diversificabile (idiosincratico); dell'intervento pubblico nell'economia finalizzato a rimediare ai danni delle crisi; delle protezioni previste dalla legge a favore dei debitori o dei creditori, degli azionisti o degli stakeholder e dell'interesse generale.

Il testo si concentra sul ruolo della valutazione nelle tre fasi che caratterizzano qualunque percorso di soluzione della crisi d'impresa: la *diagnosi*, la *gestione della crisi*, la *riorganizzazione e/o ristrutturazione*.

Nell'ambito della *diagnosi* il testo identifica cinque soglie di gravità della crisi:

- azienda sottoperformante: l'azienda si caratterizza per una redditività del capitale investito contabile inferiore al costo del capitale, ma una redditività commisurata al capitale investito a costi di rimpiazzo eguale o superiore al costo del capitale;
- azienda in crisi: l'azienda si caratterizza per una redditività commisurata al capitale investito a costi di rimpiazzo inferiore al costo del capitale;
- azienda in zona di insolvenza: l'azienda con valore dell'attivo prossimo al valore nominale del debito;
- azienda in insolvenza tecnica: l'azienda con valore dell'attivo inferiore al valore nominale del debito;
- azienda in liquidazione (in continuità): l'azienda con valore dell'attivo in continuità diretta inferiore al valore dell'attivo in continuità indiretta o in liquidazione atomistica.

Il volume copre dunque uno spettro molto ampio di situazioni di crisi, ma tutte riconducibili ad un unico quadro sistematico di riferimento.

Le analisi non solo devono permettere di diagnosticare la gravità della crisi, ma anche di individuare le cause. Purtroppo, la valutazione delle aziende in crisi è spesso carente di analisi fondamentale. Si svolgono calcoli valutativi, non vere valutazioni. Calcoli fondati su *haircut*. Si valuta l'azienda come se fosse sana e poi si applicano sconti. Si finisce così con il sottovalutare le aziende risanabili e sopravvalutare le aziende senza futuro. A questo approccio sbrigativo proprio dei calcoli valutativi si contrappone la profondità di analisi degli investitori specializzati in aziende *distressed*, che trovano in questo ambiente di valutazioni approssimate e di incertezza valutativa il terreno ideale per operazioni di arbitraggio. Sono investitori sofisticati le cui valutazioni scaturiscono da un'analisi fondamentale dell'azienda, dalla comprensione delle ragioni della crisi e dei rischi dell'investimento e che sfruttano il vantaggio informativo per arbitraggiare fra i prezzi di acquisto dei crediti delle banche nei confronti delle aziende in crisi o fra i prezzi di sottoscrizione di aumenti di capitale ed i «veri» valori sottostanti. Anche questi investitori applicano sconti, ma gli sconti scaturiscono da queste analisi, non le precedono.

La valutazione dell'azienda nella fase di *gestione della crisi* deve permettere di rappresentare il «vero» valore dell'attivo aziendale²; valore intorno al quale tutti gli attori coinvolti dovrebbero riconoscersi. Va infatti considerato che lo stato di crisi si accompagna ad una grande asimmetria informativa fra manager, azionisti di controllo, azionisti di minoranza, creditori finanziari, fornitori ecc. Disponendo di una misura del vero valore dell'attivo aziendale si può valutare anche l'appropriatezza (o meno) degli sconti richiesti dagli investitori specializzati.

La fase della *riorganizzazione e/o della ristrutturazione* è finalizzata ad individuare la soluzione migliore entro lo spettro delle soluzioni possibili (dalla rinegoziazione dei debiti, all'aumento di capitale, alla vendita di attività, alla cessione dell'intera azienda, alla conversione dei debiti in capitale, alla liquidazione atomistica, al ricorso a nuova finanza, ad un mix articolato delle soluzioni citate).

Di norma la soluzione dello stato di crisi richiede una riallocazione delle attività aziendali ad usi più produttivi, attraverso la riorganizzazione o il *downsizing*, o la cessione o la liquidazione

² Il termine valore «vero» in questo contesto significa il valore dell'attivo di per sé, a prescindere dalla struttura finanziaria della specifica azienda. Come si vedrà oltre il valore vero inteso in questa accezione è diverso dalla somma fra il valore di mercato del debito e il valore di mercato dell'*equity*.

dell'azienda. Qualunque processo di riallocazione deve rispondere a due requisiti principali: *efficacia* ed *efficienza*. L'efficacia consiste nel mantenere in vita le aziende risanabili e nel liquidare le aziende non risanabili, mentre l'efficienza riguarda la rapidità ed i costi del processo di riallocazione o di efficientamento delle attività aziendali³.

Tanto la diagnosi quanto la gestione e la soluzione della crisi presuppongono la condivisione da parte di tutti i soggetti coinvolti dei veri valori in gioco: risultato ottenibile solo attraverso una valutazione «informata» e «neutrale».

L'autorevolezza di una valutazione non è funzione di chi la svolge, ma di come è svolta, dal grado di analisi e di approfondimento della valutazione stessa, tale da ridurre l'asimmetria informativa fra i soggetti coinvolti nella crisi e da rappresentare il valore in forma neutrale. Una valutazione «informata» e «neutrale» è per definizione autorevole.

* * *

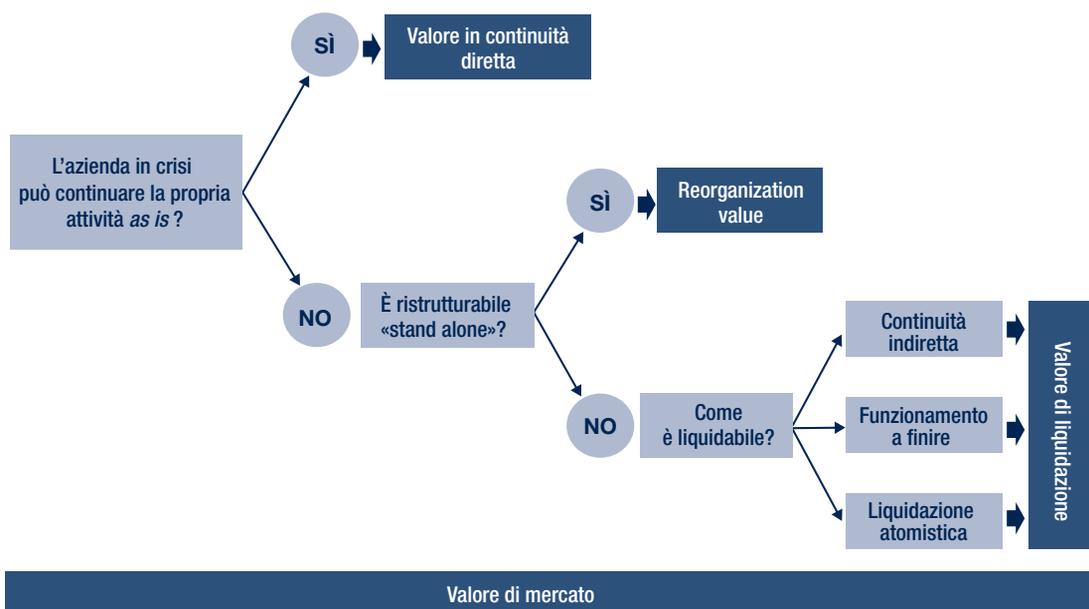
La valutazione delle aziende in crisi è piena di insidie che richiedono di essere affrontate con competenze avanzate in grado di:

1. *distinguere fra aziende risanabili e non risanabili*. Le procedure richiedono il confronto fra il valore dell'azienda in continuità diretta (*continuation value*) ed il valore dell'azienda in liquidazione atomistica (*liquidation value*). Sulla base di questo confronto, in presenza di un valore di liquidazione atomistica prossimo a zero, qualunque azienda andrebbe mantenuta in vita, a prescindere dalla effettiva capacità di mantenersi in equilibrio in forma autonoma. Ciò mentre la continuità aziendale in forma diretta si legittima solo se l'azienda è in grado di non distruggere altro valore. La soluzione della crisi può prevedere molte soluzioni diverse rispetto alle due soluzioni estreme (continuità o liquidazione atomistica). La valutazione deve permettere di individuare la soluzione in grado di garantire all'azienda o a parti di essa la condizione di parità competitiva, in forma *stand alone* o in integrazione con altri;
2. *riconciliare il valore dell'attivo dell'azienda nella prospettiva di risanamento con i prezzi sul mercato secondario dei crediti dell'azienda stessa*. Il mercato dei NPL – *Non Performing Loan (single name)* è cresciuto drammaticamente. Il mercato fornisce alle banche la possibilità di uscire dal processo di risanamento o di liquidazione dell'azienda insolvente prima della risoluzione della crisi grazie a nuovi investitori con un ruolo più attivo che le sostituiscono. Il subentro di nuovi investitori, che acquistano dalle banche i crediti *Non Performing* a sconto rispetto al valore nominale, modifica radicalmente la gestione dei processi di riorganizzazione e di ristrutturazione aziendale, in quanto i prezzi di acquisto degli NPL ed i tempi della procedura sono le variabili su cui possono agire gli investitori attivi per determinare il rendimento dell'investimento;
3. *identificare quando e perché la somma tra il valore di mercato dell'equity e del debito non corrisponde al valore di mercato dell'attivo (enterprise value) dell'azienda esdebitata*. Infatti, mentre il valore di mercato del debito dell'azienda in crisi esprime sempre uno sconto rispetto al suo valore nominale, il valore di mercato delle azioni è più spesso ricavato detraendo dal valore dell'attivo (*Enterprise Value*) il valore nominale del debito. Ne consegue che l'unità di valutazione (attivo, debito o *equity*) condiziona in misura rilevante la stima (nell'esempio il debito a valore nominale o a valore di mercato). Stimare il valore di mercato dell'attivo in forma

³ «Optimally, assets of economically inefficient distressed firms should be moved to higher value uses and users while economically efficient distressed firms should be allowed to continue to operate. *The problem is that economic efficiency or inefficiency may not be readily observable*» (corsivo dell'Autore). Hotchkiss E.S., Kose J., Mooradian R.M., Thorburn K.S., «Bankruptcy and the resolution of financial distress», in *Handbook of Empirical Corporate Finance*, vol. 2, edited by Eckbo E., Elsevier, 2008, Ch. 14.

- autonoma (sulla base dei risultati *unlevered*) non equivale a ricavare il valore dell'attivo per somma del valore di mercato del debito e del valore di mercato dell'*equity*⁴;
4. *svelare il «vero» valore dell'attivo (enterprise value) dell'azienda esdebitata.* Mentre il valore del debito e dell'*equity* possono essere osservabili, il valore dell'attivo non lo è mai. Tutto il processo di gestione dell'insolvenza (effettiva o probabile) di un'impresa si gioca sulla capacità di identificare il valore «vero» dell'attivo aziendale (a prescindere dalla struttura del capitale dell'azienda, ossia ad azienda esdebitata). Chi compra il debito dell'azienda crede che il valore dell'attivo sia superiore al valore implicito nel prezzo del credito. Il compito dell'esperto nella valutazione delle aziende insolventi consiste proprio nello svelare il valore dell'attivo (ad azienda esdebitata) ai portatori delle diverse categorie di interessi;
 5. *riconciliare le diverse configurazioni di valore.* Un'azienda in crisi potrebbe esprimere un valore dell'attivo post-approvazione del piano concordatario (*reorganization value*) pari a 100, un valore recuperabile a fini di bilancio di 80, un *liquidation value* pari a 10, un valore di mercato pari a 40 e un valore implicito nel prezzo al quale sono ceduti i crediti dalla banca affidataria al fondo di investimento pari a 25. Queste differenze sono la conseguenza di ciò che ciascun valore (o meglio, ciascuna configurazione di valore) esprime. Il volume vuole fornire uno schema logico che permetta di inquadrare le diverse configurazioni di valore nella corretta prospettiva che caratterizza ciascun punto di snodo del processo di gestione della crisi d'impresa (Fig. 1);

Figura 1 Il processo di gestione della crisi e le valutazioni necessarie in ciascun punto di snodo



6. *ridurre l'incertezza sulle stime di valore.* Se la stima si fonda su una approfondita analisi fondamentale in grado di illustrare in forma neutrale come le determinanti del valore, le fonti di rischio e le opportunità di crescita sono state considerate nel processo valutativo, le parti chiamate a decidere le sorti dell'azienda dispongono di una base informativa comune in grado di ridurre l'incertezza.

⁴ Si riproduce qualcosa di simile a ciò che avviene con riguardo al valore dell'*equity* di un'azienda in condizioni ordinarie. Il valore di mercato del 100% dell'*equity* valutato in forma autonoma non corrisponde alla somma del valore di mercato del pacchetto di controllo e del valore di mercato dei pacchetti di minoranza.

La valutazione delle aziende in crisi non richiede criteri valutativi diversi da quelli canonici (DCF, multipli di società comparabili, multipli di transazioni comparabili, NAV – *Net Asset Value*), quanto piuttosto l'applicazione di quei criteri in contesti particolari dove, da un lato, mancano i riferimenti propri della valutazione delle aziende in crescita o stabilizzate e, dall'altro, vigono delle relazioni fra variabili inesistenti nelle valutazioni tradizionali (prima fra tutte la interdipendenza del valore dell'attivo e le scelte di struttura finanziaria). Per questa ragione il lettore non troverà nel testo «il criterio di valutazione delle aziende in crisi», quanto piuttosto la segnalazione di tutti gli elementi a cui prestare attenzione nell'applicazione alle imprese in crisi dei criteri valutativi tradizionali. La qualità della valutazione delle aziende in crisi non passa attraverso l'applicazione di formule speciali (*formulaic approach*)⁵.

La valutazione delle aziende in crisi richiede particolare attenzione ai fatti ed alle circostanze che caratterizzano lo specifico contesto e la specifica azienda, ma ciò non è sufficiente. Per giungere ad una valutazione persuasiva e neutrale occorre ricondurre quei fatti e quelle circostanze ad un quadro sistematico di riferimento.

La Tabella 1 riporta i risultati di un'analisi compiuta da Ayotte e Morrison⁶ su 141 contenziosi sorti fra il 1990 ed il 2017 in merito a valutazioni compiute nell'ambito delle procedure di concordato preventivo negli USA (*Chapter 11*) da esperti incaricati da portatori di interessi contrapposti (i creditori senior, creditori junior, azionisti e i manager). Le contestazioni non riguardano i criteri di stima utilizzati, in quanto tutti fanno uso dei criteri di valutazione canonici (DCF, multipli di società comparabili e multipli di transazioni comparabili), quanto piuttosto come i criteri sono stati applicati. I motivi di contenzioso hanno riguardato gli input ritenuti inadatti allo specifico contesto. Si tratta più spesso dei flussi prospettici nella stima del DCF e della selezione delle società e delle transazioni comparabili nel caso dei multipli. Non sono dunque oggetto di contestazione né i criteri né le formule, quanto piuttosto la selezione degli input.

Le differenze percentuali fra la stima più elevata e la stima meno elevata⁷ compiute dagli esperti (di parti contrapposte) sono risultate comprese fra il 61% (quando le valutazioni si riferivano ad una data del passato per verificare se la società fosse già insolvente a quella data) ed il 41% (in tutti gli altri casi). Differenze che non possono trovare giustificazione solo nell'oggettiva difficoltà di valutazione delle aziende in crisi, ma anche e soprattutto nell'assenza di neutralità delle stime. E come si dimostrerà nel corso di questo volume assenza di neutralità significa assenza di analisi fondamentale adeguata.

Roe e Simkovic⁸ mostrano come l'incertezza valutativa nei tempi più recenti si sia ridotta, pur mantenendosi su livelli elevati. Analizzando 36 casi di controversie legali aventi per oggetto valutazioni di aziende insolventi fra il 2000 ed il 2022 le differenze fra i valori stimati si sono ridotte al 50,17%. Fra le cause principali di questa riduzione gli Autori annoverano lo sviluppo di un mercato di strumenti di debito e di *equity* di aziende in *distress* alimentato da investitori finanziari specializzati (*private equity firm* e *distressed debt investor*).

Peraltro, Gilson, Hotchkiss e Osborn⁹ rilevavano che già nel periodo 2002 – 2011 l'acquirente di aziende insolventi nel 40% dei casi negli USA fosse un *financial buyer* piuttosto che uno *strategic buyer* dello stesso settore.

⁵ «One of our basic rule is that few things are more dangerous in finance than a 23-year old with a spreadsheet», in Owsley, H.F., Kaufman P.S., *Distressed Investment Banking. To the abyss and back*, Beard Books, 2005, p. 94.

⁶ Ayotte K.M., Morrison R.E., *Valuation disputes in Corporate Bankruptcy*, 166 U. PA. L. Rev. 1819, 2018, p. 1850.

⁷ (stima più elevata – stima meno elevata)/stima più elevata.

⁸ Roe M.J., Simkovic M., «Bankruptcy's Turn to Market Value», *University of Chicago Law Review*, (forthcoming), July 10, 2024, p. 27.

⁹ Gilson S., Hotchkiss E., Osborn M., *Cashing Out: The Rise of M&A in Bankruptcy*, Harvard Business School Working Paper n. 15-57, January 8, 2016.

Tabella 1 **Contestazioni riguardanti valutazioni di società in concordato preventivo compiute da advisor di portatori di interessi contrapposti (creditori senior, società/management, creditori junior, azionisti) in USA**

	Totale casi N = 141	
	%	Numero
DCF		
Contestazioni riguardanti:		122
<i>WACC</i>	46%	56
<i>Flussi prospettici</i>	74%	90
<i>Valore Terminale</i>	15%	18
<i>Almeno un input</i>	84%	102
Multipli di società e transazioni comparabili		
Contestazioni riguardanti:		105
<i>Scelta comparabili</i>	61%	64
<i>Scelta multipli</i>	20%	21
<i>Aggiustamenti al valore di mercato dei comparabili</i>	39%	41
<i>Almeno un input</i>	76%	80

Fonte: Table 3 – *Disputes over inputs to Valuation methods*, Ayotte, Morrison, cit., p. 1850. In una stessa valutazione gli elementi contestati possono essere molti e riguardare più criteri.

Gilson, Hotchkiss e Ruback¹⁰ hanno analizzato con riguardo a 63 società quotate statunitensi uscite dalle procedure di concordato preventivo la differenza fra il valore di borsa ed il valore implicito nel piano di ristrutturazione approvato dai creditori come stimabile (dagli Autori) sulla base di un DCF o di un criterio fondato sui multipli. L'analisi ha mostrato che in mediana gli scostamenti sono contenuti, ma la dispersione dei valori è enorme. Il rapporto fra valore stimato con il DCF e valore di borsa nel DCF presenta un *range* compreso fra il 17,6 ed il 259%; lo stesso rapporto fondato sul valore stimato con i multipli presenta un range ancora più ampio (fra il 5,1 ed il 318,4%). Gli Autori evidenziano come la parte più rilevante di queste differenze sia dovuta all'incentivo dei partecipanti alla ristrutturazione a distorcere i valori attraverso i dati di piano: favorendo la sottovalutazione quando prevale la conversione del debito in azioni e la sopravvalutazione quando prevale la continuità dell'azienda con partecipazione dei vecchi azionisti e dei creditori junior.

Emerge dunque un quadro preoccupante in cui non solo le valutazioni delle aziende in crisi sono prone agli interessi di parte, ma anche gli input (i piani di ristrutturazione soffrono di rilevanti distorsioni).

Questa è la principale ragione che mi ha spinto a tentare di costruire un quadro sistematico di riferimento per valutazioni «informate» e «neutrali» delle aziende in crisi.

M.B.
Milano, novembre 2024

¹⁰ Gilson S.C., Hotchkiss E.S., Ruback R.S., «Valuation of Bankrupt Firms», *The Review of Financial Studies*, Spring 2000, vol. 13, n. 1, pp. 43-74.