



Università  
di Genova

DIEC DIPARTIMENTO  
DI ECONOMIA

# La stima della liquidazione del patrimonio

La valutazione delle aziende in crisi e la stima del canone di affitto  
d'azienda

Prof. Francesco Avallone



## Premessa

Stima/giudizio di congruità sul valore d'azienda (ramo) e delle sue componenti patrimoniali per valutare:

- a) convenienza a continuare l'attività
- b) utilità della eventuale liquidazione
- c) offerte ricevute per la cessione d'azienda/ramo (valutazione differenti alternative possibili) ed eventuale affitto d'azienda/ramo
- d) operazioni straordinarie (eventuali) e valutazione diverse ipotesi evolutive di piani
- e) (valutazioni di bilancio – impairment test)



## Perchè valutare W

- a) Valutare convenienza **continuità/liquidazione**;
- b) Scegliere tra **percorsi alternativi** di ristrutturazione (con o senza cambio di controllo) caratterizzati da differenti criticità/gradì di rischio
- c) Cessione prima/dopo ristrutturazione? Affitto?



**Il problema valutativo:** fondamenti? Nuove metodiche? Nuovi principi?



## Premessa

Opportuna conoscenza di:

- a) Metodiche di valutazione genericamente riconosciute
- b) Linee guida CNDCEC sulla valutazione delle aziende in crisi
- c) Documento CNDCEC sulla determinazione del canone congruo



## Premessa

Difficoltà valutativa delle imprese in situazioni di crisi dipende da:

- a) Situazioni differenti/circostanze specifiche poco riconducibili a regole generali (stima in continuità in presenza di prospettive strategico-operative future decisamente incerte, con probabilità di liquidazione da scontare)
- b) Notevoli limiti nell'adozione di regole generali (mancano *comparable* quotati, estremi delle transazioni su aziende in crisi poco note, stime basate su flussi generano problemi nella stima del TV, valore contabile debito differisce dal valore di mercato)
- c) Incertezze anche nella stima dell'eventuale valore di liquidazione
- d) Diverse prospettive in campo (creditori, vecchi proprietari ed eventuali nuovi fornitori di finanza)



## Premessa (approccio)

1. ricognizione delle **cause della crisi** (corretta individuazione della situazione di crisi, delle sue cause e condizioni e del **livello di gravità**) - prodromica alle attività valutative
2. la definizione del contesto di riferimento e del quadro evolutivo (macro/micro)
3. costruzione della base documentale
4. la scelta del metodo di valutazione
5. corretta interpretazione del valore (giudizio di valutazione)



**Balance sheet Test:** EV vs valore nominale debito, anche in forma «grezza» considerando multipli «pieni» di settore (es. EV/Ebitda) – Sbilancio valori

**Equity test:** obbligazioni correnti vs risorse finanziarie disponibili – Sbilancio flussi/mismatching scadenze

**Distinzione crisi/insolvenza e valore:**

crisi vs. condizioni ordinarie (differente probabilità di insolvenza/*speculative vs investment grade*): prospettiva mista per scenari da funzionamento a insolvenza/liquidazione)  
insolvenza: stima due prospettive separate funzionamento e liquidazione (scelta dei percorsi)

**Configurazioni di valore:** i) valore di mercato pre/post money – in atto/potenziale in assenza di mercati attivi/società comparable, ii) valore di liquidazione, iii) valore recuperabile (ai fini del test di impairment)



## Dimensioni da considerare nell'analisi dell'azienda in crisi

- a) **Economica** (*economic distress*), declino performance reddituali per problemi strategici, operativi, accentuati (eventualmente) da tematiche organizzative, di governance e proprietarie;
- b) **Finanziaria** (*financial distress*), caratterizzata da eccesso di debito rispetto alle performance (redditi/flussi), quindi difficoltà a restituire il debito in essere / a ottenerne di nuovo. **Situazioni specifiche:**
- *b1) limitata criticità nel servizio del debito (interessi e restituzione) a BT, ma eccessivo livello del debito rispetto a performance e/o capitale proprio (azioni su performance, ricapitalizzazione, cessione asset?);*
  - *b2) criticità nel servizio del debito (interessi e restituzione) a BT (rinegoziare scadenze?)*





Interest coverage	Rating (affidabilità)	Spread
> 8.5	AAA (estremamente alta)	0.60%
6.5	AA (molto alta)	0.80%
5.5	A+	1%
4.25	A (alta)	1.10%
3	A-	1.25%
2.5	BBB (buona)	1.60%
2.25	BB+	2.50%
2	BB (sufficiente)	3.00%
1.75	B+	3.75%
1.5	B (debole)	4.50%
1.25	B-	5.50%
0.8	CCC	6.50%
0.65	CC	8.00%
0.2	C (prossimo a bancarotta)	10.50%



## Valutazione di tipo patrimoniale

Tipica per aziende a forte caratterizzazione patrimoniale o in cui il valore coincide con gli asset posseduti (rispettivamente aziende immobiliari e holding). Utile al fine di apprezzare la capacità di generare flussi di risultato. Prospettiva continuità/liquidazione.

a) Metodo patrimoniale semplice: stima attività/passività presenti in bilancio

$$V_e = K_0 = C + [\Sigma P - \Sigma M] (1 - t)$$

con

$V_e$  (valore economico) =  $K_0$  (capitale netto rettificato a valori correnti)

$C$  = capitale netto contabile

Differenziale plus/minusvalenze

$t$  = aliquota fiscale potenziale se saldo positivo



## Valutazione di tipo patrimoniale

b) Metodo patrimoniale “complesso”: stima ex novo tutti gli intangibili anche interni e non rappresentati in bilancio. Considerare sovrapposizioni tra intangibile che comporterebbero sovra-valutazione d’azienda

$$V_e = K'_0 + BI (1-t)$$

con

$K'_0$  = patrimonio netto rettificato (con esclusione dei beni immateriali)

BI = beni immateriali

### Nel contesto di crisi:

- Valorizzazione beni immateriali: potenziali risultati difformi, quindi estremo rigore
- Possibile considerazione di situazioni di sotto-utilizzo (da sotto-produzione)



## Valutazione di tipo patrimoniale

- a) Metodica del costo (**cost approach**): costo sostituzione/riproduzione con valutazione del deperimento fisico/obsolescenza alla data di stima (es. impianti/macchinari)
- b) Metodica dei flussi di risultato attesi (**income approach**): canone di mercato (es. Immobili), royalties (marchi\*)
- c) Metodica del mercato (**market approach**): comparazione con compravendite recenti per beni simili (se differenti possibili rettifiche)



## Valutazione analitica del patrimonio

**Asset Materiali:** mercato più sfavorevole (liquidazione rapida) o value in use (con adeguata considerazione del sotto-utilizzo)

**Magazzino:** prodotti/merci (presunto realizzo), materie (sostituzione se in continuità/realizzo diretto se liquidazione). Stimare rischi deperimento e verificare stato e opportunità a trasformarle (scontando i costi di lavorazione)

**Crediti commerciali:** attenzione al rischio di inesigibilità stimato (verificare effettivo tasso di insolvenza storico) e a posizione intercompany

**Partecipazioni:** mkt, stima indiretta applicando criterio PN (premi controllo, sconto minoranza/**illiquidità**)



## **Sconto per mancanza di liquidità:**

Differenti metodologie di stima. Interessante approccio basato sull'ampiezza del Bid-ask spread (Damodaran)

Bid-ask come costo di transazione in presenza di problemi di liquidità (es. FTSE MIB medio pari a 0,13% vs SMALL CAP con capitalizzazione inferiore a 30 mln, media pari a 4,65%, stima al 23/1/2017).

Sconto per illiquidità funzione crescente dei costi di transazione e decrescente del periodo medio di possesso del titolo (Amihud – Mendelson, Journal of Financial Economics, 1986, e Damodaran, Stern School of Economics, 2005). Aumento del periodo di possesso medio riduce il numero di transazioni e quindi i costi di transazione totali, o, nella prospettiva del singolo investitore, permette di spalmare i costi di transazione su un periodo di tempo più ampio.



## **Beni immateriali (protetti giuridicamente)**

- Liquidazione solo beni misurabili brevetti, marchi, software (mkt)
- Continuità (valore d'uso) con impiego di input di mercato (es. tasso royalty per marchi), con vita utile definita/limitata (minore tra protezione legale e sfruttamento commerciale). In situazione di crisi marchio potrebbe risentire del mancato/ridotto impiego. Flussi al netto effetto tax (idem per tassi che scontano beneficio fiscale su interessi)
- Altri casi (software) costi di riproduzione al netto di fattori obsolescenza economica e tecnologica

**oneri pluriennali:** solitamente svalutati poiché non portano benefici (costi impianto/ampliamento)

**Passività potenziali:** stima della prestazione con probabilità evento «trigger», attualizzato al  $R_f$



## Valutazione di tipo patrimoniale: marchi

Il valore d'uso rappresenta quindi l'aspettativa interna dell'impresa circa l'utilità derivante dagli specifici asset. In sintesi, il valore dei marchi è determinato quindi adottando la seguente formula:

$$\text{Valore del marchio} = \sum_{i=1}^n R_i \times v^i$$

con:

$R_i$  = flusso di royalty previsto nell'anno  $i$ , ottenuto dal prodotto tra le vendite attese nell'orizzonte temporale, pari alla vita residua dell'intangibile specifico, e il tasso di royalty adottato;

$n$  = orizzonte temporale di riferimento per la valutazione dell'intangibile specifico;

$v^i$  = coefficiente di attualizzazione





## Valutazione di tipo patrimoniale nel contesto di crisi

- a) Misura potenzialità patrimoniali dell'azienda, quindi utile nel raffronto tra ipotesi di vendita atomistica dei beni e continuazione dell'attività e base del valore
- b) Metodo di riferimento nel caso di soluzione liquidatoria (eventuale «sconto» per liquidazioni rapide)
- c) Singolo asset: valore di mercato (costo corrente o valore d'uso se NON disponibile) che considera solo «sinergie generali» (mercato) / fattori specifici dell'eventuale azienda target



## Valutazione di tipo reddituale

**Assunto:** reddito migliore grandezza di sintesi dell'azienda

Opportuna una verifica reddituale: prodotti, tecnologie, mercati, clienti etc...

**Fasi:** i) definire orizzonte temporale, ii) normalizzare reddito (conseguibile in media nel futuro, considerando adeguatamente evoluzione dell'indebitamento) o stima autonoma sul periodo di previsione esplicita, iii) determinazione tasso e iv) stima TV

**In situazioni di crisi:** reddito netto potrebbe risultare negativo (preferibile logica asset side); occorre comunque considerare gli eventuali costi di ristrutturazione da sostenere



## Valutazione di tipo reddituale

### Logica equity side

$$V_e = \sum_{t=1}^n R_t (1+i)^{-t} + VF + Vba$$

con

VF = terminal value

Vba = valore corrente dei beni «accessori»

i = tasso logica equity side

### Logica asset side

$$V_e = \sum_{t=1}^n Ro_t (1+i_o)^{-t} + VF + Vba - PFN$$

con

Ro = risultato operativo

i<sub>o</sub> = tasso logica asset side



## Metodo misto (patrimoniale/reddituale)

**Logica:** W f(x) della dotazione beni tangibili/intangibili + capacità sovra/sotto reddito (goodwill/badwill) su periodo di norma 5/10 anni. Opportuna relazione tra durata e stima del rischio.

### Nella versione asset side

$$V_e = (K'_0 + I_0) + \sum_{t=1}^n [(Ro_t - i''(K'o_{t-1} + I_0)) (1 + io)^{-t} + Vba - PFN]$$

con

Io = Intangibili specifici (se esplicitati il GW potrebbe risultare negativo e fungere da valore correttivo)

saggio di rendimento normale del capitale operativo investito netto

Capitale espresso a valori correnti (+ nuovi apporti utili per ottenere equilibrio economico)



## Metodo misto (patrimoniale/reddituale)

**Capitale:** espresso a valori correnti, aumentato degli eventuali apporti aggiuntivi di capitale necessari per il ripristino delle condizioni di economicità

**Rivalutazioni asset materiali:** il loro accrescimento determina aumento delle quote di ammortamento, quindi contrazione di  $R_o$  (potenzialmente già negativo). Preferibile limitarsi a rivalutazioni nei limiti della capacità di ammortamento.

**Badwill > W patrimoniale:** eventuale cessione impraticabile senza risanamento, oppure liquidazione (atomistica)



## Metodi finanziari

$$Ve = \sum_{t=1}^n Fo_t (1 + io)^{-t} + VF + Vba - PFN$$

**Logica:** in condizioni di stabilità logica economica e finanziaria tendono ad allinearsi (steady state). In situazioni molto “dinamiche” (turnaround-investimenti, disinvestimenti per cessione rami) significativa differenza tra le due metodologie

Preferibile logica finanziaria su orizzonte definito fino alla situazione di steady state

In presenza di **flussi operativi negativi**, tasso che escluda il fattore di rischio

**Valore finale:** valore patrimoniale a fine periodo, valore di liquidazione, assente se flussi scontano già la liquidazione asset, flusso perpetuo (attenzione “g”, probabilità risanamento)



## Valutazioni comparative di mercato

P espresso sul mercato o transazioni (private) di capitale di aziende comparabili, rapportati ad alcune grandezze aziendali (multipli)

Equity side (valore capitale)/asset side (valore capitale operativo, EV): denominatore differisce (remunerazione del solo capitale proprio o dell'attivo operative)

Normalizzazione dei margini (eg. EBITDA) come nel metodo reddituale

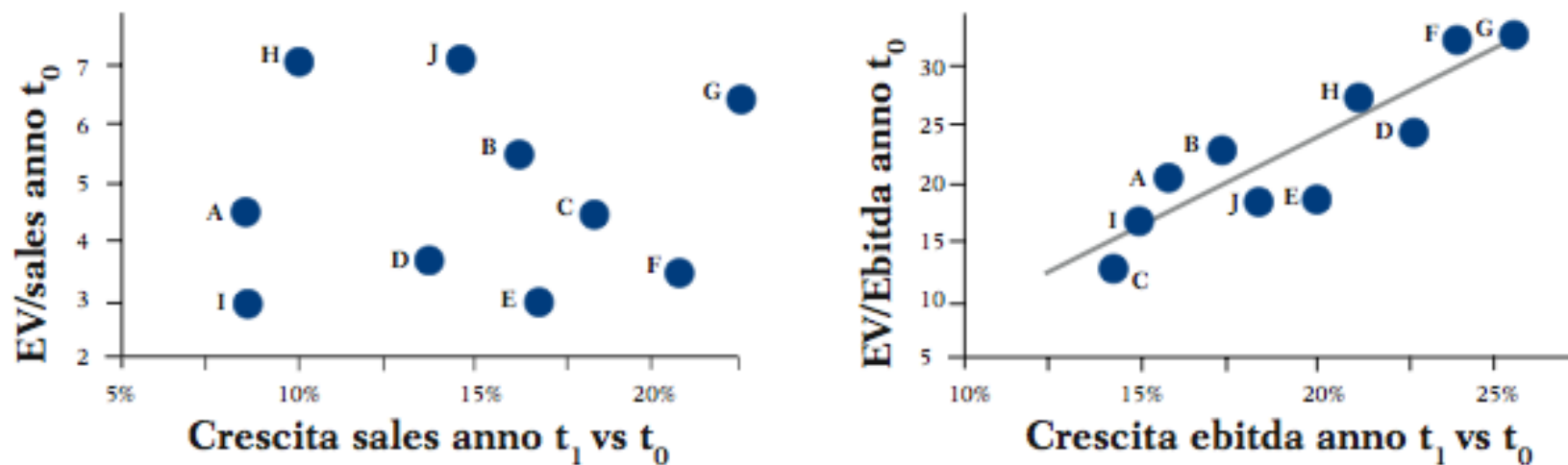
### Problemi in caso di crisi:

- identificazione comparables e delle grandezze ottimali
- società quotate solvibili/database significativo per transazioni in numero sig.
- marginari negativi (insensate utilizzo del multiplo): asset side su grandezze fatturato o altre grandezze operative



## Scelta del multiplo da impiegare:

Grafico 1.7 Analisi di correlazione nel settore *luxury*







## Tasso di attualizzazione

Logica CAPM:  $R_f$ , MRP, Beta

- $R_f$  (tasso obbligazioni AAA per stessa durata/**duration**)
- premio rischio (MKT vs titoli privi rischio): Damodaran/Fernandez (rischio mkt)
- Beta (rischio specifico): partendo da dati settore (database oppure Damodaran), quindi rettificato per considerare grado indebitamento, rischiosità operativa e fattore «PMI» (fino a +50%/+100%)

Coerenza con i flussi (asset/equity side): WACC o  $K_e$



## Tasso di attualizzazione (cont'd)

Preferenza per asset side implica utilizzo WACC

$$i_o = WACC = i \frac{W}{W + D} + i_d \frac{D}{W + D} * (1 - t)$$

Struttura finanziaria target, non ottimale ma attesa per garantire la stabilità

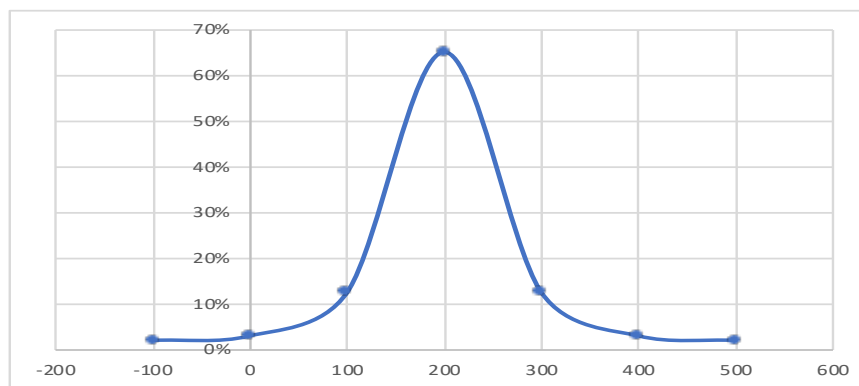
### Situazioni di crisi richiedono:

tassi > rispetto alle valutazioni ordinarie (per coerenza con la relativa rischiosità),  
non inferiore a  $K_e$  di azienda poco rischiosa  
scelta tasso unico medio o per singolo esercizio di previsione esplicita

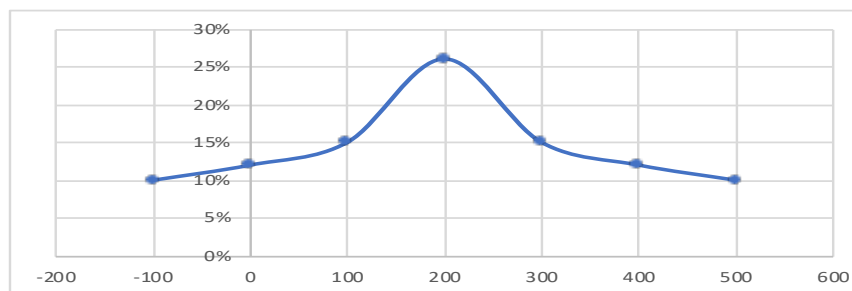


## Tasso e rischiosità dei flussi (cont'd)

Reddito (A)	Probabilità (B)	A*B
-100	2%	-2
0	3%	0
100	13%	12.5
200	65%	130
300	13%	37.5
400	3%	12
500	2%	10
	100%	200



Reddito (A)	Probabilità (B)	A*B
-100	10%	-10
0	12%	0
100	15%	15
200	26%	52
300	15%	45
400	12%	48
500	10%	50
	100%	200





Delineare il corretto **perimetro da valutare** (considerando le possibili evoluzioni, anche prevedendo differenti scenari) considerando accordi in divenire (azienda/singoli rami)

Logiche basate sui flussi rappresentano meglio situazioni di continuità. La scelta dei flussi: **storici** (da depurare considerando effetto di nuove operazioni realizzate/da realizzare) o **prospettici** (piani attendibili e adeguato orizzonte temporale) e la loro «discontinuità»

Natura dei flussi (**finanziari/economici; analitici/medi**): se differenze fin/eco preferenza per finanziari che meglio riflettono diversità sui periodi di previsione esplicita (stima analitica del flusso sul periodo e del relativo rischio di realizzazione). Flussi analitici su periodo di previsione esplicita «forzano» a considerare coerenza temporale (oltre che quantitativa) dei flussi positivi e negativi.

**Piano da verificare.** Nella stima dei flussi intervenire per eliminare elementi del piano **incongrui/irrealizzabili**. Possibile definizione di un **intervallo di valori per scenari**, da interpretare considerando il rispettivo grado di probabilità



## **ESEMPIO: W (in continuità) di aziende *distressed* con DCF secondo logica probabilistico-simulativa (*scenario approach*)**

**Utilità:** offre spunti su W associati alle differenti decisioni (considerando le rispettive probabilità), quindi base utile per scelte/«negoziazioni»

### **Possibili fasi:**

- a) Analisi dei **risultati passati** (potenzialità, rischi, punti forza e debolezze) + **situazione patrimoniale** in essere (rettifica patrimonio iniziale alla luce di affidabilità rilevazioni contabili, earnings management, impairment) + identificazione **surplus asset** (utile loro cessione?)



## Cont'd

- b) Identificazione ed evoluzione attesa dei **value drivers** (es. tasso sviluppo vendite, evoluzione EBITDA margin e CCN/vendite) considerando:
  - Ambito competitivo, potenzialità esistenti, strategia deliberata (new), business model (new), action plan
- c) Dai value drivers alle proiezioni economico-finanziarie e patrimoniali
- d) Interventi necessari sulla struttura finanziaria (manovra finanziaria), flussi di cassa a servizio del debito e costi di ristrutturazione finanziaria
- e) **Stima dei flussi di cassa attesi come media ponderata dei diversi valori di scenario per le rispettive probabilità** (input del modello)

Attribuendo differenti probabilità a diversi scenari: Base (+ probabile), Best e Worst



## Cont'd

Possibilità:

- Confronto tra valori dello scenario **base** e **best** consentono di stimare il rischio del piano (elevato se molto vicini)
- Possibilità di assimilare la probabilità di insuccesso del piano al tasso di default associato al rating

FIG. 4 TASSO DI FALLIMENTO MEDIO IN EUROPA (1981-2018)

Rating class	Orizzonte temporale (anni)			
	1	3	5	7
BB	0,4%	1,9%	3,7%	5,5%
B	2,1%	8,3%	12,4%	14,5%
<b>CCC/C</b>	25,5%	37,9%	<b>43,4%</b>	44,2%

Source: S&P (2019), table 25, p. 59.

HP: scenario “worst” = 40% (probabilità di insuccesso minore della probabilità di fallimento su 5Y di azienda con rating CCC)



## Informativa prospettica (possibile classificazione)

In base alle assunzioni:

- Previsioni (assunzioni basate su riscontri ragionevolmente obiettivi)
  - **Proiezioni** (assunzioni basate su ipotesi)
- (NB: spesso flussi misti, es. da attività in essere e da attività incrementalmente)

In base al condizionamento del verificarsi di uno specifico scenario:

- **Condizionate** (la base è uno specifico scenario atteso)
- Non condizionate (la base è uno scenario medio)

$$\text{RADR} = \text{Risk free rate} + \text{Premio per il rischio d'impresa} + \text{Premio per il rischio di } \textit{execution} + \text{Premio per il rischio scenario}$$

(\*) Con RADR = risk adjusted discount rate





## Valutazione imprese a rischio non sopravvivenza (I)

Imprese a rischio non sopravvivenza:  $W$  attivo (asset side)  $<$  valore nominale debito (in crisi se trend  $W$  attivo decresce verso valori  $<$  valore nominale del debito)

Differenti indicazioni da performance contabili e valore economico dell'equity se si ragiona in continuità (hp. flussi negativi poi positivi fino a *steady state*)

Condizioni di crisi floor rappresentato da valore liquidazione (contrariamente alla normalità in cui floor è *steady state* + valore opportunità di crescita)

Valore è soprattutto «potenziale *to be*» piuttosto che «as is» (intrinseco): due scenari (ristrutturazione/liquidazione) potenziali e alternativi



## Valutazione imprese a rischio non sopravvivenza (II) - esempio

$W_{pre\ money} =$

Media ponderata  $W_{asset\ in\ place}$  (*to be* + liquidazione) considerando rispettiva probabilità

- + surplus asset
- Nuova finanza (necessaria alla ristrutturazione)
- + Valore attuale **lordo** dei nuovi investimenti (VA flussi di cassa attesi)
- Costi del dissesto (diretti o indiretti, es. sconti liquidazione accelerata)

Utilità ragionamento: cogliere gli elementi che condizionano il W di un'azienda a rischio sopravvivenza



## Il canone congruo (economicamente adeguato) di affitto

Scelta (affitto) già in essere o da valutare

Convenienza tra affitto e gestione diretta: *break-even* tra canone minimo e benefici prodotti dalla gestione

I flussi attesi dall'impiego del ramo/azienda sono parte dell'incognita, quindi preferibile stimare il canone partendo dal valore economico del capitale basato su grandezze stock (patrimoniale, meglio se «complesso») e non sui flussi (evitare circolarità)



## Il canone congruo (economicamente adeguato) di affitto

Possibili metodologie (valore azienda \* opportuno tasso rendimento):

- a) Valore economico azienda (patrimoniale) e tasso di remunerazione del capitale investito nell'azienda/ramo (CAPM)
- b) Valore economico azienda (patrimoniale) e tasso inversamente proporzionale alla deperibilità degli elementi immateriali (tra zero e redditività media di settore)
- c) Valore d'uso del patrimonio locato (VA flussi attesi) e tasso di congrua remunerazione dell'investimento (che considera: situazione eco-fin affittuario/rischio insolvenza affittuario, presenza/assenza garanzie, se differenze inventariali riferite alle consistenze patrimoniali e non al capitale economico, stima rischio perdita avviamento)



## Il canone congruo (economicamente adeguato) di affitto

Tasso di remunerazione considera **rischio per il locatore** (mancata riscossione canoni), quindi assimilato alla remunerazione di chi concede in prestito un capitale (W azienda):



Considerare caratteristiche del locatario

Tasso mai > Ke altrimenti non vi sarebbe convenienza (per il locatario) a gestire il ramo/azienda