Profili critici dell'approccio valutativo, delle configurazioni di valore e delle metodiche di valutazione delle aziende in stato di crisi

Fabio Buttignon

Università degli Studi di Padova – Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali "M.Fanno"

Socio fondatore dello studio Buttignon Zotti Milan & Co

Webinar – Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Padova

11 Dicembre 2020

Contenuti

- Aziende in stato di crisi: qualificazione
- Valutazione delle aziende in stato di crisi: finalità
- Configurazioni di valore
- Metodiche di valutazione
- Il metodo finanziario nelle imprese in crisi
- Applicazioni esemplificative

Aziende in stato di crisi: qualificazione

- Crisi d'azienda, fenomeno complesso, che assume varie qualificazioni:
- Ricorrendo alla (ultima) terminologia del ***Codice della crisi e dell'insolvenza***:
- Il concetto di crisi è individuato in:
  - **Squilibrio economico - finanziario**
  - che rende **probabile l'insolvenza**
- La quale, a sua volta, può qualificarsi in:
  - **Insolvenza reversibile**
  - **Insolvenza irreversibile**
- Tutti concetti che non si prestano a semplici «quantificazioni» (indicatori / algoritmi), ma richiedono approfondite analisi e deduzioni, sintetizzabili in giudizi «ragionati e motivati»
  - Come lo sono i giudizi delle principali agenzie di rating sul livello di affidabilità dell'impresa e di sostenibilità del suo debito

Valutazione delle aziende in stato di crisi: finalità

- Diverse possono essere le finalità / il contesto delle valutazioni d'azienda:
  - Misurare la performance dell'impresa
    - La gestione sta creando, distruggendo o conservando il valore?
  - Stimare (alcune) poste di bilancio
    - Il valore delle immobilizzazioni può essere recuperato tramite l'uso o la cessione sul mercato (impairment test)?
  - Prendere decisioni su e realizzare operazioni di gestione «straordinaria»
    - Acquisizioni e cessioni di partecipazioni / unità di business / asset complessi
    - Fusioni e scissioni
    - Aumenti di capitale
    - Recesso di soci
    - **Progetti di ristrutturazione economica e finanziaria**
    - **Continuità verso liquidazione**
    - **Liquidazione del complesso aziendale o per stralcio (a pezzi)**

Configurazioni di valore nelle aziende in crisi

- Valore d'investimento
  - Valore di acquisizione per un nuovo soggetto di controllo
  - Valore per l'attuale soggetto di controllo
    - Valore di detenzione
    - Valore di cessione
- **Valore intrinseco o fondamentale**
- **Valore di mercato**
- **Valore di smobilizzo / di liquidazione**
  - Valore di cessione atomistica delle attività aziendali
  - *Valore di cessione di azienda o rami d'azienda o partecipazioni in* ***società in liquidazione***
- Valore negoziale equitativo
- Valore convenzionale

Metodiche di valutazione nelle aziende in crisi

- Metodica di mercato (Market Approach ex IVS)
  - Multipli di borsa
  - Multipli di transazioni
- Metodica dei risultati attesi (Income Approach ex IVS)
  - Reddituale puro
  - Misto («Creazione di valore»)
  - **Finanziario**
- Metodica del costo (Cost Approach ex IVS)
  - Costo storico
  - Costi di riproduzione o ricostruzione (reproduction cost)
  - Costo di rimpiazzo (replacement cost)

Metodo finanziario (MF => DCF ed EP/EVA)

- Riferimento essenziale per la stima di:
  - Valore intrinseco (prospettiva «dell'azienda in sé»)
  - Valore di investimento (prospettiva «soggettiva»)
  - Valore di mercato (prospettiva dell'investitore di mercato)
    - In società in continuità (anche incerta)
    - In società in liquidazione
- Da confrontare, per quanto possibile, con **riferimenti di mercato**
  - Multipli di società del settore o similari in crisi
  - Multipli di transazioni di imprese del settore o similari in crisi
- Tenuto conto del **costo delle attività**
  - Situazione contabile iniziale rettificata
  - Elementi di attrattività / valore per investitore (industriale) di mercato

MF: Base informativa e di giudizio

- Natura, origine e percorso della crisi
  - **Squilibrio economico** (performance reddituali-operative, settore e strategia / modello di business aziendali)
  - **Squilibrio finanziario** (entità e natura del debito, relazione con fatturato/EBITDA/FCF)
  - Tenuto conto degli effetti di **rafforzamento in negativo («circolo vizioso»)** tra le due dimensioni in assenza di interventi / cambiamenti sostanziali (nell'una e/o nell'altra dimensione)
- Situazione patrimoniale e finanziaria alla data di valutazione (o prossima)
- Piano di ristrutturazione economica e finanziaria
  - Strategia, Business Model, **Business Plan, manovra finanziaria**
  - Fattibilità **economica**
  - Fattibilità **finanziaria**

MF ai diversi stadi della crisi

- Diversi stadi della crisi e modalità di intervento
  - Non muta la struttura di base del MF che consente di riflettere le specificità dell'azienda e del progetto di intervento sulla crisi
  - Con gli opportuni adattamenti operativi e di giudizio sui valori in input e output
- Di seguito due esemplificazioni riferite a:

  A) Impresa in crisi, allo stato di **insolvenza potenziale**
    - **Piano di ristrutturazione strategico-operativa** e interventi **limitati** sulla struttura finanziaria

  B) Impresa in crisi, allo stato di **insolvenza reversibile**
    - **Piano di ristrutturazione strategico-operativa** e interventi **sostanziali** sulla struttura finanziaria

A) Sintesi piano di ristrutturazione economico-finanziaria

	0	1	2	3	N+1
Immobilizzazioni	400	380	370	360	367
Circolante	160	152	157	164	168
Circolante/Ricavi	20%	20%	20%	20%	20%
Capitale investito	**560**	**532**	**527**	**524**	**535**
Posizione finanziaria netta	460	452	448	434	419
Capitale proprio	100	80	78	91	116
Totale fonti	**560**	**532**	**527**	**524**	**535**

	0	1	2	3	N+1
Ricavi di vendita	**800**	**760**	**783**	**822**	**838**
Tasso di variazione		-5%	3%	5%	2%
EBITDA	**0**	**30**	**47**	**66**	**84**
Ebitda margin	0%	4%	6%	8%	10%
Ammortamenti		32	31	30	31
EBIT		**-1**	**16**	**36**	**53**
Oneri finanziari		-18	-18	-18	-17
Reddito ante imposte		**-20**	**-2**	**18**	**36**
Imposte		0	0	-5	-11
Tasso di imposizione fiscale		30%	30%	30%	30%
Reddito netto		**-20**	**-2**	**12**	**25**

	0	1	2	3	N+1
EBITDA		30	47	66	84
Imposte		0	0	-5	-11
Flusso di circolante gestione operativa		**12**	**29**	**42**	**56**
Delta circolante		8	-5	-8	-3
Delta immobilizzazioni		-12	-21	-20	-38
Flusso di cassa gestione operativa		**8**	**4**	**15**	**15**
Oneri finanziari		-18	-18	-18	-17
Delta (cash) patrimonio netto		0	0	0	0
Delta posizione finanziaria netta		**8**	**4**	**15**	**15**

A) Ipotesi di valore del capitale nello scenario di Piano

	0	1	2	3	CV
EBIT		-1	16	36	**53**
Imposte operative*		0	0	-9	**-16**
NOPAT		**-1**	**16**	**27**	**37**
Delta circolante		8	-5	-8	**-3**
Delta immobilizzazioni al netto amm.ti		20	10	10	-7
Free cash flow (FCF)		**27**	**22**	29	**27**
Costo del capitale		7%	7%	7%	7%
Crescita in CV					2%
Valore del capitale investito (EV)	**505**	**513**	**527**	**536**	
Multiplo CV/EBITDA $_{t+1}$ implicito	*16.6*	*10.9*	*8.0*	*6.4*	

	0	1	2	3	CV
Capitale investito	**560**	**532**	**527**	**524**	**535**
ROIC		**-0.2%**	**3.0%**	**5.1%**	**7.1%**
Costo del capitale		7%	7%	7%	7%
Economic profit		**-40**	**-21**	**-10**	**1**
Crescita in CV					2%
Avviamento	**-55**	**-19**	**1**	**11**	
Valore del capitale investito	**505**	**513**	**527**	**536**	

A) Valutazione del capitale nello scenario di Piano con ponderazione del rischio di insuccesso del Piano

Rischio di fallimento	0%	20%	30%	40%	50%
EV senza rischio di fallimento	505	505	505	505	505
Valore di liquidazione	224	224	224	224	224
EV con rischio di fallimento	**505**	**448**	**420**	**392**	**364**
Valore nominale del debito	460	460	460	460	460
Valore economico del debito	**460**	**448**	**420**	**392**	**364**
Valore contabile del capitale proprio	100	100	100	100	100
Valore economico del capitale proprio	**45**	**0**	**0**	**0**	**0**
Avviamento	-55	-100	-100	-100	-100
Premio per rischio fallimento (DRP) *	**0.0%**	**0.6%**	**1.0%**	**1.4%**	**1.9%**
Premio per rischio fallimento (DRP)**	**0.0%**	**4.5%**	**7.1%**	**9.9%**	**13.0%**

** Con variazione CV per DRP*

*** Senza variazione di CV per DRP*

A) Stima di DRP* (1/2)

Rischio di fallimento	20%					30%				
	0	1	2	3	CV	0	1	2	3	CV
Free cash flow (FCF)		**27**	**22**	**29**	**27**		**27**	**22**	**29**	**27**
Costo del capitale		7.6%	7.6%	7.6%	7.6%		8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
Crescita in CV					2%					2%
Valore del capitale investito (EV)	**448**	**456**	**469**	**476**		**420**	**427**	**440**	**446**	
Multiplo CV/EBITDA $_{t+1}$ implicito	*14.8*	*9.7*	*7.1*	*5.7*		*13.8*	*9.1*	*6.7*	*5.3*	

Rischio di fallimento	40%					50%				
	0	0	0	0	CV	0	0	0	0	CV
Free cash flow (FCF)		**27**	**22**	**29**	**27**		**27**	**22**	**29**	**27**
Costo del capitale		8.4%	8.4%	8.4%	8.4%		8.9%	8.9%	8.9%	8.9%
Crescita in CV					2%					2%
Valore del capitale investito (EV)	**392**	**399**	**411**	**417**		**364**	**370**	**382**	**387**	
Multiplo CV/EBITDA $_{t+1}$ implicito	*12.9*	*8.5*	*6.2*	*5.0*		*12.0*	*7.9*	*5.8*	*4.6*	

A) Stima di DRP**

Rischio di fallimento	20%					30%				
	0	**1**	**2**	**3**	**CV**	**0**	**1**	**2**	**3**	**CV**
Free cash flow (FCF)		**27**	**22**	**29**	**27**		**27**	**22**	**29**	**27**
Costo del capitale		11.5%	11.5%	11.5%	11.5%		14.1%	14.1%	14.1%	14.1%
Multiplo in CV					6.4					6.4
Valore del capitale investito (EV)	**448**	**473**	**506**	**536**		**420**	**452**	**495**	**536**	
Multiplo CV/EBITDA $_{t+1}$ implicito	*14.7*	*10.1*	*7.7*	*6.4*		*13.8*	*9.6*	*7.5*	*6.4*	

Rischio di fallimento	40%					50%				
	0	**1**	**2**	**3**	**CV**	**0**	**1**	**2**	**3**	**CV**
Free cash flow (FCF)		**27**	**22**	**29**	**27**		**27**	**22**	**29**	**27**
Costo del capitale		16.9%	16.9%	16.9%	16.9%		20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Multiplo in CV					6.4					6.4
Valore del capitale investito (EV)	**392**	**431**	**483**	**536**		**364**	**410**	**470**	**536**	
Multiplo CV/EBITDA $_{t+1}$ implicito	*12.9*	*9.2*	*7.3*	*6.4*		*12.0*	*8.7*	*7.2*	*6.4*	

B) Sintesi piano di ristrutturazione economico-finanziaria

	0 pre R	0 post R	1	2	3	N+1
Immobilizzazioni	400	280	290	300	300	306
Circolante	200	160	144	140	139	142
Circolante/Ricavi		20%	20%	19%	18%	18%
Capitale investito	**600**	**440**	**434**	**440**	**439**	**448**
Cassa	0	-50	-42	-20	-22	-13
Debiti finanziari	650	390	380	355	325	285
Capitale proprio	-50	100	96	104	136	175
Totale fonti	**600**	**440**	**434**	**440**	**439**	**448**

	0	1	2	3	N+1
Ricavi di vendita	**800**	**720**	**734**	**771**	**787**
Tasso di variazione		-10%	2%	5%	2%
EBITDA	**-50**	**36**	**51**	**85**	**94**
Ebitda margin	0%	5%	7%	11%	12%
Ammortamenti		24	25	25	26
EBIT		**12**	**26**	**60**	**69**
Oneri finanziari		-16	-15	-14	-13
Reddito ante imposte		**-4**	**11**	**46**	**56**
Imposte		0	-3	-14	-17
Reddito netto		**-4**	**8**	**32**	**39**

	0	1	2	3	N+1
EBITDA		36	51	85	94
Imposte		0	-3	-14	-17
Flusso di circolante gestione operativa		**20**	**33**	**57**	**65**
Delta circolante		16	4	1	-3
Delta immobilizzazioni		-34	-35	-25	-32
Flusso di cassa gestione operativa		**2**	**2**	**33**	**30**
Oneri finanziari		-16	-15	-14	-13
Delta (cash) patrimonio netto		0	0	0	0
Delta debito finanziario		-10	-25	-30	-40
Delta cassa		**-8**	**-23**	**3**	**-10**

B) Ipotesi di valore del capitale nello scenario di Piano

	0	1	2	3	CV
EBIT		12	26	60	**69**
Imposte operative*		4	0	-14	**-21**
NOPAT		**15**	**26**	**46**	**48**
Delta circolante		16	4	1	**-3**
Delta immobilizzazioni al netto amm.ti		-10	-10	0	-6
Free cash flow (FCF)		**21**	**21**	47	**39**
Costo del capitale		8%	8%	8%	8%
Crescita in CV					2%
Valore del capitale investito (EV)	**597**	**623**	**652**	**657**	
Multiplo CV/EBITDA $_{t+1}$ implicito	*16.6*	*12.1*	*7.7*	*7.0*	

	0	1	2	3	CV
Capitale investito	**440**	**434**	**440**	**439**	**448**
ROIC		**3.5%**	**6.1%**	**10.5%**	**11.0%**
Costo del capitale		8%	8%	8%	8%
Economic profit		**-20**	**-8**	**11**	**13**
Crescita in CV					2%
Avviamento	**157**	**189**	**212**	**219**	
Valore del capitale investito	**597**	**623**	**652**	**657**	

B) Valutazione del capitale nello scenario di Piano con ponderazione del rischio di insuccesso del Piano

Rischio di fallimento	0%	20%	30%	40%	50%
EV senza rischio di fallimento	597	597	597	597	597
Valore di liquidazione	176	176	176	176	176
EV con rischio di fallimento	**597**	**513**	**470**	**428**	**386**
Cassa	50	50	50	50	50
Valore nominale del debito	390	390	390	390	390
Valore economico del debito	**390**	**390**	**390**	**390**	**390**
Valore contabile del capitale proprio	100	100	100	100	100
Valore economico del capitale proprio	**257**	**173**	**130**	**88**	**46**
Avviamento	157	73	30	-12	-54
Premio per rischio fallimento	**0.0%**	**0.9%**	**1.5%**	**2.3%**	**3.1%**
Premio per rischio fallimento (DRP)**	**0.0%**	**5.8%**	**9.3%**	**13.1%**	**17.6%**

B) Stima di DRP*

Rischio di fallimento	20%					30%				
	0	1	2	3	CV	0	1	2	3	CV
Free cash flow (FCF)		**21**	**21**	**47**	**39**		**21**	**21**	**47**	**39**
Costo del capitale		8.9%	8.9%	8.9%	8.9%		9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
Crescita in CV					2%					2%
Valore del capitale investito (EV)	**513**	**537**	**565**	**568**		**470**	**493**	**520**	**523**	
Multiplo CV/EBITDA $_{t+1}$ implicito	*14.3*	*10.5*	*6.7*	*6.0*		*13.1*	*9.6*	*6.1*	*5.5*	

Rischio di fallimento	40%					50%				
	0	1	2	3	CV	0	1	2	3	CV
Free cash flow (FCF)		**21**	**21**	**47**	**39**		**21**	**21**	**47**	**39**
Costo del capitale		10.3%	10.3%	10.3%	10.3%		11.1%	11.1%	11.1%	11.1%
Crescita in CV					2%					2%
Valore del capitale investito (EV)	**428**	**451**	**476**	**478**		**386**	**407**	**432**	**433**	
Multiplo CV/EBITDA $_{t+1}$ implicito	*11.9*	*8.8*	*5.6*	*5.1*		*10.7*	*7.9*	*5.1*	*4.6*	

B) Stima di DRP**

Rischio di fallimento	20%					30%				
	0	1	2	3	CV	0	1	2	3	CV
Free cash flow (FCF)		**21**	**21**	**47**	**39**		**21**	**21**	**47**	**39**
Costo del capitale		13.8%	13.8%	13.8%	13.8%		17.3%	17.3%	17.3%	17.3%
Multiplo in CV					7.0					7.0
Valore del capitale investito (EV)	**513**	**562**	**619**	**657**		**470**	**530**	**600**	**657**	
Multiplo CV/EBITDA $_{t+1}$ implicito	*14.3*	*10.9*	*7.3*	*7.0*		*13.1*	*10.3*	*7.1*	*7.0*	

Rischio di fallimento	40%					50%				
	0	0	0	0	CV	0	0	0	0	CV
Free cash flow (FCF)		**21**	**21**	**47**	**39**		**21**	**21**	**47**	**39**
Costo del capitale		21.1%	21.1%	21.1%	21.1%		25.6%	25.6%	25.6%	25.6%
Multiplo in CV					7.0					7.0
Valore del capitale investito (EV)	**428**	**497**	**581**	**657**		**386**	**463**	**561**	**657**	
Multiplo CV/EBITDA $_{t+1}$ implicito	*11.9*	*9.7*	*6.9*	*7.0*		*10.7*	*9.0*	*6.6*	*7.0*	

Per approfondimenti mi permetto di rinviare a:

F. Buttignon, La valutazione delle imprese in crisi finanziaria, in https://www.fondazioneoiv.it/wp-content/uploads/2020/01/Valutazione-Imprese-Crisi-Finanziaria_Buttignon_2.pdf

Grazie dell’attenzione