

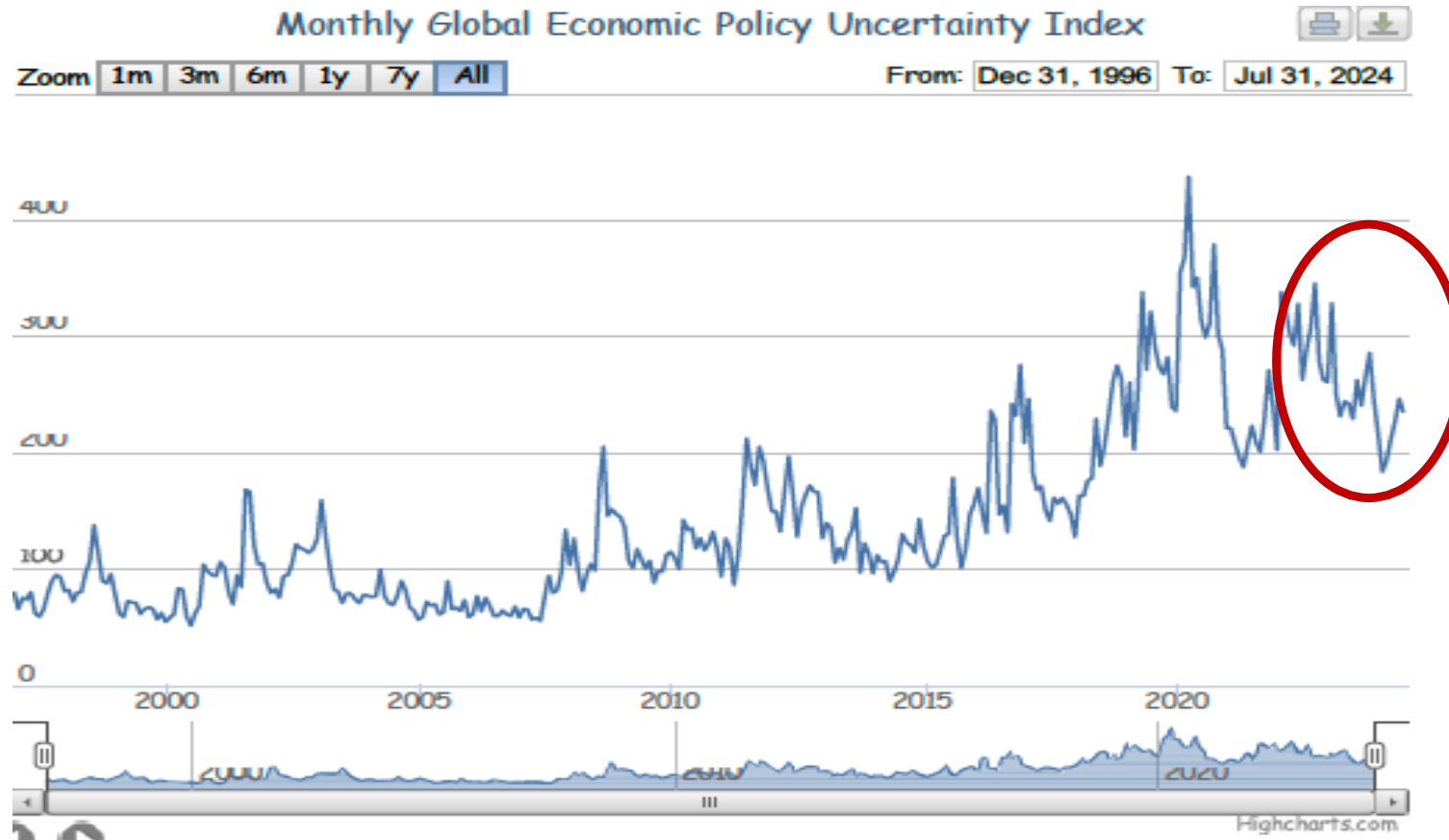
LA VALUTAZIONE DEI RISCHI AZIENDALI IN TEMPO DI GUERRA: UNA PROSPETTIVA AZIENDALE

Prof. Alberto Tron



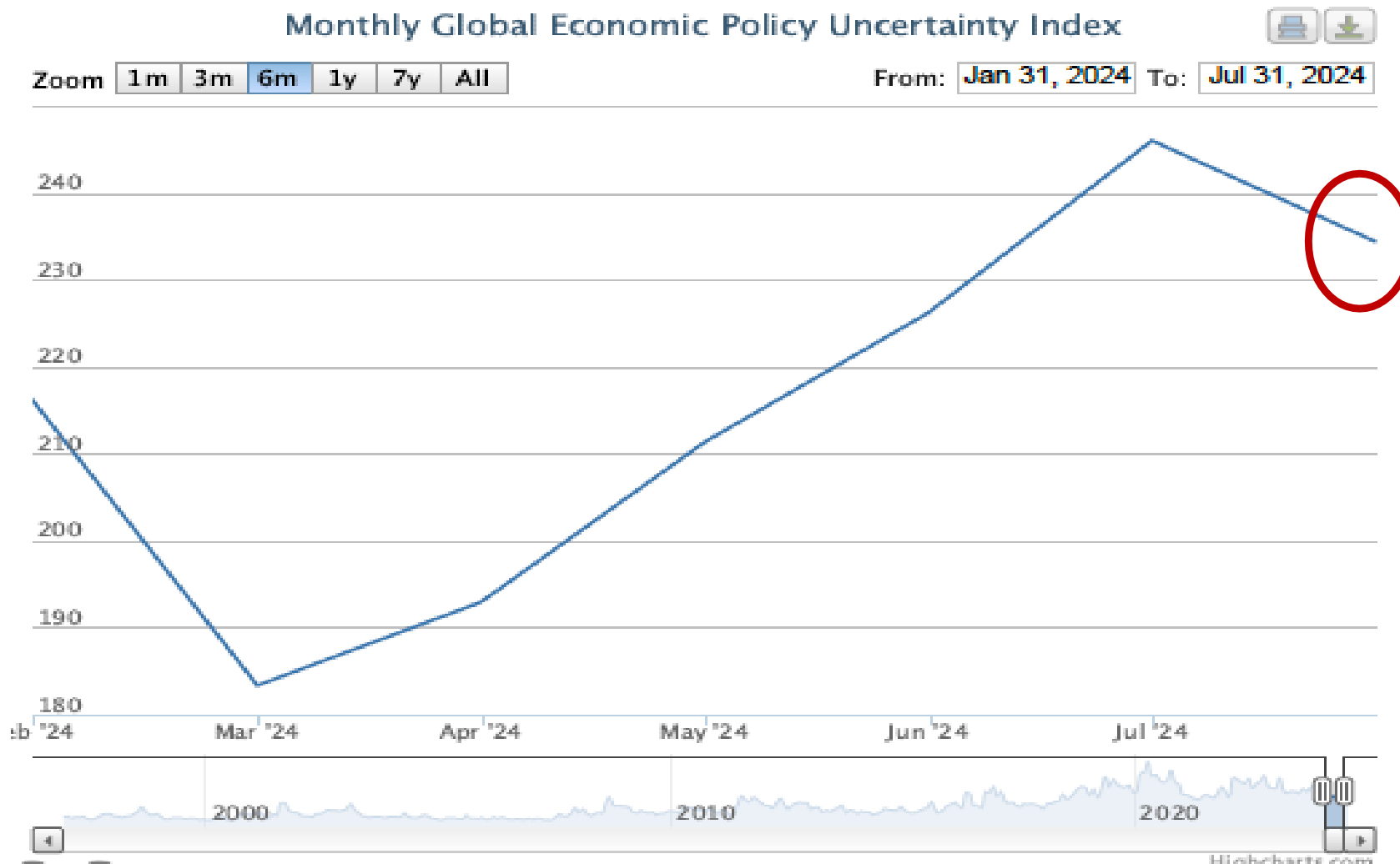
10 – 11 OTTOBRE 2024

Il contesto macro economico attuale



L'indice rimane ancora superiore ai valori pre-2020 (anche se sta migliorando)

Il contesto macro economico attuale – i primi sette mesi del 2024



Il contesto economico attuale

La valuation uncertainty

In un contesto di guerre in corso (Ucraina – Russia e Hamas – Israele) le valutazioni delle principali assunzioni prospettiche (nonché delle poste patrimoniali «spalla» del piano) delle aziende richiedono – in questo momento – la necessità di affrontare problematiche specifiche che non ricorrono spesso.

Le valutazioni delle strategie aziendali in **scenari complessi** (come quello attuale) normalmente sono più imprecise delle valutazioni effettuate in condizioni ordinarie e tale imprecisione è connaturata allo stato di crisi «generale» a cui si aggiunge, talvolta, quella aziendale (c.d. **inherent risk**), per via, inter alia, di vari elementi critici quali:

elevata volatilità ambientale,

fonti informative limitate o inaffidabili,

prevedibilità limitata.

Il contesto economico attuale

La valuation uncertainty

A tale rischio se ne aggiunge un altro che riguarda la valutazione vera e propria (c.d. **valuation risk**), per via, ad esempio:

di tempo limitato,

di inapplicabilità di alcuni criteri valutativi,

di assenza di comparabili, ecc.

In linea generale la valutazione delle principali poste delle aziende presenta **maggiori criticità rispetto alla valutazione delle stesse in condizioni ordinarie**, sotto tre principali profili.

Il contesto economico attuale

La valuation uncertainty

I tre principali profili di difficoltà valutativa delle strategie e assunzioni prospettiche delle aziende in questo periodo di crisi economica sono composti da:

- **Complessità**

La maggiore complessità riguarda il fatto che sono utilizzabili solo alcuni metodi di valutazione e/o la qualità/incompletezza/volatilità dei dati di input e/o le *assumptions* che devono essere utilizzate

- **Soggettività di giudizio**

L'identificazione del valore richiede una dose maggiore di giudizio rispetto ad altre valutazioni relativamente al percorso valutativo seguito (la c.d. architettura dell'impianto valutativo) che è funzione degli specifici fatti e circostanze

- **Incertezza valutativa**

I valori oggetto di stima possono presentare una rilevante dispersione (range molto ampi) e definire un valore puntuale entro un *range* disperso può risultare difficile.

Impatti economici della crisi economica – come valutarli

L'elemento che contraddistingue i dati prospettici in questa fase di crisi economica (successiva, peraltro, ad una grave crisi sanitaria) è rappresentato dai **grandi rischi** (e non incertezza) che caratterizzano lo **scenario macroeconomico** che:

- rendono **difficile** effettuare previsioni,
- comportano una **continua evoluzione dello scenario di riferimento**.

Tutto ciò si traduce:

- in una **maggiore incertezza** nelle proiezioni che, per definizione, sono "*forward looking*":
- nell'esigenza di chiarire gli elementi **conosciuti e conoscibili alla specifica data** della redazione della proiezione che deve essere "*point in time*".

Le valutazioni sui dati prospettici in condizioni di «grave» crisi richiede profonde competenze specialistiche adeguate in quanto in un contesto di **valuation uncertainty** maggiore è il rischio di errore valutativo.

Impatti economici della crisi economica – come valutarli

L'incertezza generata dalla crisi, la limitatezza dei supporti informativi esterni, ecc. sono elementi di discontinuità i cui impatti debbono essere adeguatamente riflessi nelle valutazioni dei piani di sviluppo e/o di risanamento

Ciò può comportare modifiche nell'architettura dell'impianto valutativo sulle principali poste patrimoniali rispetto al passato (in passato la stima dei dati prospettici era basata su un piano aziendale pluriennale, che ora nel contesto post Covid-19 non è più attuale, ma l'entità non dispone ancora di un nuovo piano). **NON PIU' VALIDA !!!**

Poiché la pandemia (prima) e la guerra in Ucraina ed in Israele attuale costituiscono fenomeni con effetti immediati ma anche con possibili effetti differiti, fortemente variabili da settore a settore, l'analisi multiscenario può costituire un valido approccio per rappresentare gli effetti economici di breve e lungo termine della crisi sull'azienda (e sul proprio piano) che stiamo esaminando

 **No disclaimer ma anamnesi aziendale approfondita e molta disclosure nell'informativa sui dati prospettici**

... e ai tempi della guerra

Non è possibile pensare che tali eventi non abbiano impatto sull'impresa. Occorre verificare, con doverosa attenzione:

- a. Mercati di sbocco, diretti ed indiretti
- b. Fonti di approvvigionamento, dirette ed indirette
- c. Impatto costi energetici e azioni di mitigazione poste in essere dal Governo
- d. Impatto costi e fluidità dei trasporti
- e. Rischio tasso di interesse
- f. Rischio tasso di cambio
- g. Durata (prevedibile) del conflitto
- h.

Impatti economici della crisi economica – come valutarli

Se si adottano, ai fini di un piano di risanamento, **business plan** che tengono conto del fenomeno della pandemia, gli effetti delle guerre in atto e delle relative conseguenze, possono essere già correttamente riflessi nelle previsioni dei **flussi di cassa** e come tali non richiedono necessariamente aggiustamenti in aumento nei **tassi di sconto** (**rischio di double counting**).

Non sempre è, tuttavia, possibile correggere i flussi di cassa per incorporare tutti gli effetti della pandemia e della guerra in atto; in questi casi è necessario considerare nel **tasso di sconto un premio per il rischio relativo ad elementi non considerati nei flussi ai fini di determinarne, nel business plan, il loro corretto valore attuale (i.e. analisi degli investimenti)**

Poiché le guerre in atto costituiscono fenomeni con effetti immediati e possibili effetti differiti, fortemente variabili da settore a settore; l'analisi multiscenario può costituire un valido approccio per rappresentare al mercato gli effetti economici di breve e lungo termine della crisi.

Crisi economica e finanziaria: l'importanza della dimensione aziendale

- **Piccola/Media Impresa (97% circa del totale delle imprese)**
 - 78,7% dell'occupazione
 - 67,45% del valore aggiunto
- **Profilo finanziario, PMI (notoriamente sottocapitalizzate)**
 - circa l'85% delle proprie fonti di finanziamento sono a breve termine con una rigidità crescente al ridursi delle dimensioni dell'impresa
 - **prestiti erogati alle PMI siano in larga parte**, ovvero per il 60% circa, **a breve termine (12-18 mesi)**
 - evidenziano una incoerenza fisiologica tra l'arco temporale del bisogno di liquidità e la durata del pay-off del prestito.
- Tale logica crea una **pressione maggiore sulle imprese contraenti il debito**, in quanto il rischio di non riuscire a soddisfare i pagamenti è connesso a crisi di liquidità di breve termine, sicuramente più facilmente ricorrenti per le PMI.

L'analisi fondamentale quale ausilio per le valutazioni dei rischi aziendali

L'analisi fondamentale deve essere strutturata in **tre step**:

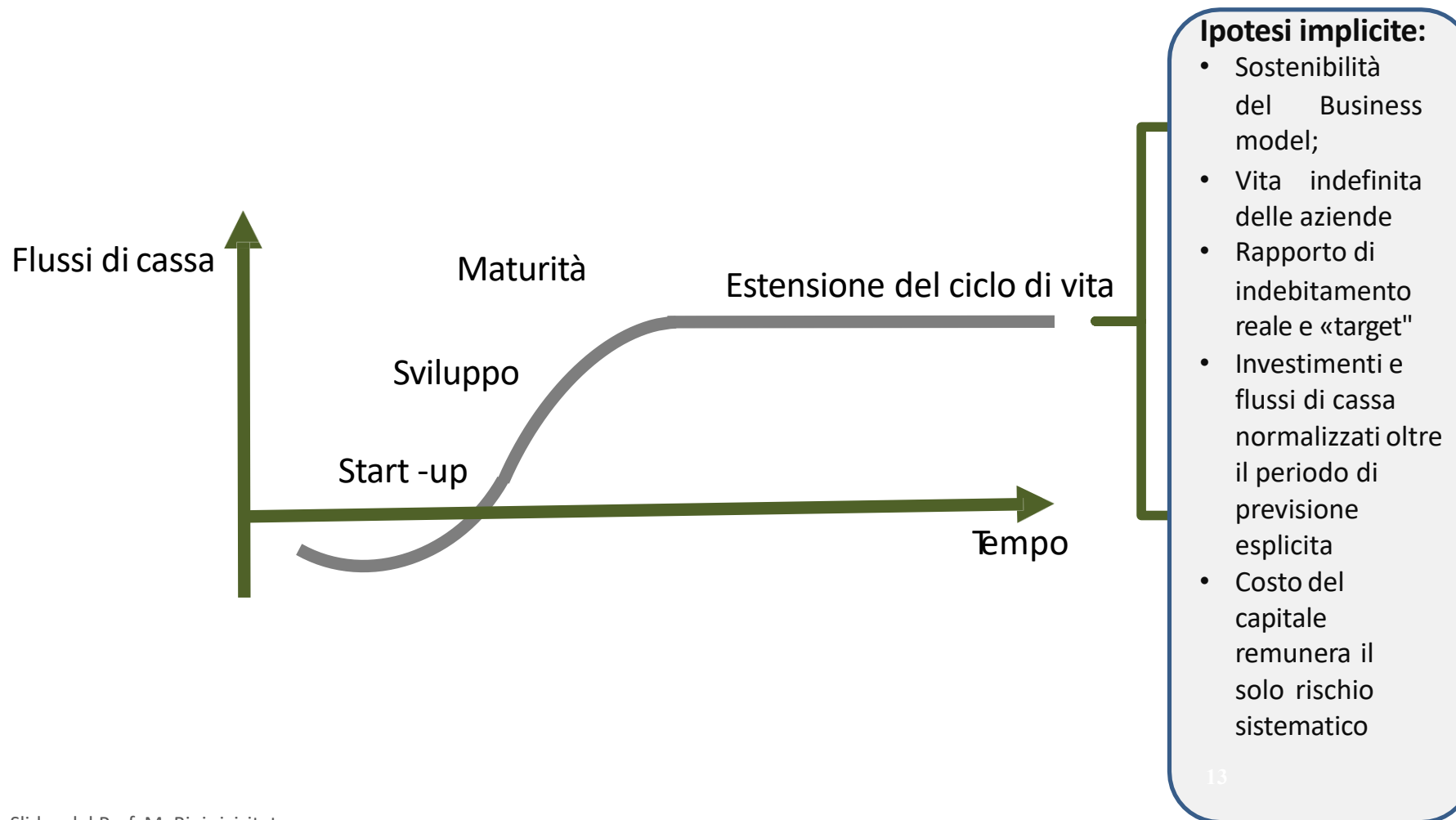
- 1) analisi dell'esposizione alla crisi (**effetti stimati nei prossimi 12/24 mesi**)
- 2) analisi della vulnerabilità alla crisi (verifica della capacità di tenuta dell'equilibrio economico e finanziario dell'impresa nei successivi tre anni: **24-60 mesi**);
- 3) analisi della resilienza (effetti di medio/lungo termine – **oltre i 60 mesi**).

Sarà molto importante procedere a verificare, e se del caso, procedere ad effettuare modifiche implementative sugli «**adeguati assetti organizzati-vi**» della maggior parte delle imprese con:

- **processi e procedure di pianificazione e controllo performanti**
- **sistemi informativi idonei** alla necessità straordinaria dettata dalla situazione di crisi attuale (derivata, oltre che dalla pandemia sanitaria, ed economica, recente, anche alle guerre in corso)

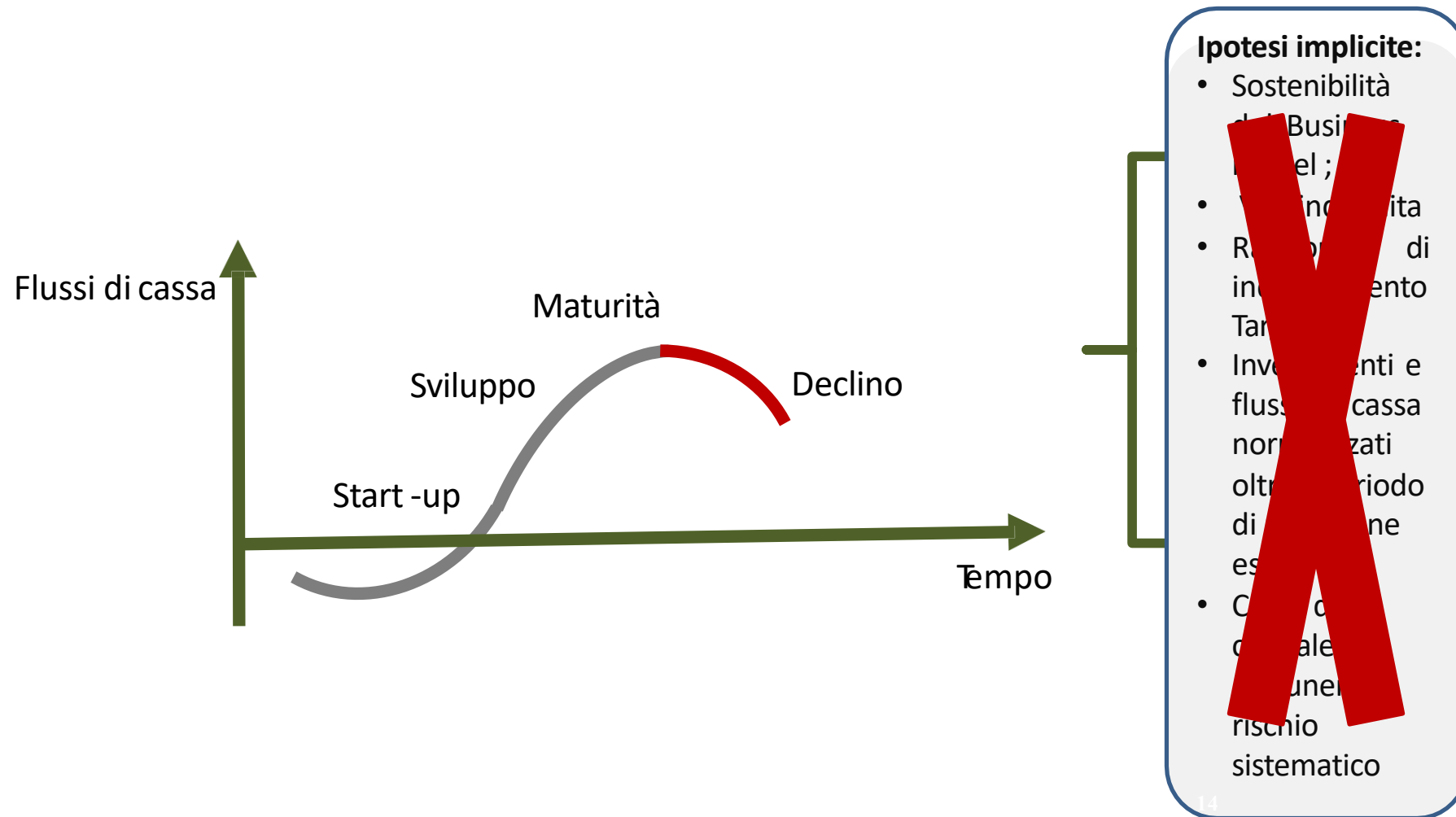
Dashboarding e business analytics saranno **elementi essenziali** per tutte le imprese così come la priorità della gestione del **capitale circolante netto**

Valutazione tradizionale



Slides del Prof. M. Bini rivisitata

Ciclo di vita dell'impresa: c'è anche il declino



Slides del Prof. M. Bini rivisitata

Ciclo di vita dell'impresa e criticità valutative nello stato di crisi

Rispetto a valutazioni riferite ad imprese “sane” le valutazioni di aziende (o attività) in crisi devono assolvere ad una precipua “**finalità cautelativa**” da intendersi come riflesso nel procedimento di valutazione della metodologia adottata e del database utilizzato.

La valutazione effettuata nel contesto della crisi d'impresa deve essere obiettiva e, dunque, non deve essere **né troppo prudente** (potrebbe indebitamente penalizzare gli *stakeholders* aziendali a vantaggio di terzi) **né troppo aggressiva** (potrebbe penalizzare i creditori quando per es. orientasse la scelta della continuità aziendale in luogo della liquidazione delle attività....)

L'esperto incaricato deve dimostrare di avere compreso **le specificità della valutazione in contesto di crisi rappresentate da specifici fattori di rischio e da particolari requisiti della valutazione**

A titolo di esempio si ricorda il tema (rilevante) delle aziende in crisi concernente la maggiore difficoltà nel formulare piani affidabili (spesso “**goal oriented**”) e la maggiore volatilità del valore aziendale e delle sue attività.

Ciclo di vita dell'impresa e criticità valutative nello stato di crisi

Gli elementi principali da cui discende la maggiore incertezza (cd. *inherent risk* e *valuation risk*) che caratterizza le valutazioni dei rischi nei contesti di crisi sono riconducibili a:

1. la manifesta debolezza contrattuale dell'impresa in crisi
2. l'oggettiva maggiore incertezza di scenario che caratterizza i contesti di crisi
3. i costi indiretti di dissesto e più in generale tutte le fonti di rischio specifiche dell'impresa in crisi
4. l'esigenza di dover stimare il valore di cessione di attività prive di un mercato di riferimento

La modalità applicativa del criterio di valutazione reddituale di impresa in crisi

La valutazione dell'*equity* dell'azienda in **stato di crisi o insolvente** dovrebbe considerare più scenari e soprattutto dovrebbe riflettere il rischio di non continuità aziendale.

Al riguardo le soluzioni possibili sono:

- adottare criteri di valutazione che consentono di simulare scenari alternativi (ad esempio **metodo Montecarlo**)
- **correggere** i flussi di piano sulla base di una probabilità di insolvenza
- calcolare il valore dell'azienda in continuità ma ponderare poi il risultato per una probabilità di successo del piano di risanamento
- calcolare il valore dell'azienda come se fosse non indebitata e stimare analiticamente i benefici della deducibilità fiscale degli oneri finanziari ed i costi di dissesto.

Criticità valutative delle imprese in stato di crisi

L'attestatore ha verificato la fattibilità del piano ed ha effettuato un'analisi di *sensitivity* delle principali variabili chiave. Il piano attestato copre un orizzonte di previsione di cinque anni e prevede un primo periodo di due anni di flussi di cassa negativi seguito poi da flussi di cassa positivi e crescenti.

L'esperto incaricato della valutazione considera ragionevole il piano e procede alla stima del valore dell'attivo sulla base del DCF.



Si è più volte sottolineato il fatto che l'applicazione alle imprese in crisi dei criteri di valutazione nella stessa forma con cui sono utilizzati per valutare imprese in condizioni di normalità è foriera di (possibili) gravi errori.

Non è infrequente un importante errore nell'applicazione del DCF che potrebbe consistere nel considerare il piano attestato espressione dei flussi di cassa medi attesi dall'impresa in stato di crisi o insolvente (*expected cash flows*) mentre il piano costituisce normalmente la migliore stima (*best estimate*) del *management* e dell'attestatore dei flussi di cassa che l'impresa può produrre

Criticità valutative delle imprese in stato di crisi

Il termine *best estimate* si riferisce al fatto che il piano esprime lo scenario più probabile. Tuttavia come è noto lo scenario più probabile coincide anche con lo scenario **medio atteso** solo se la distribuzione dei flussi di cassa è (statisticamente) normale; circostanza assai rara nel caso delle imprese in crisi, dove normalmente l'evoluzione degli scenari possibili è del tipo "*hit or miss*" (successo del piano o suo insuccesso).

Altri (possibili) errori valutativi potrebbero consistere:

1. nello scontare i flussi di cassa negativi ad un costo del capitale che include un premio per il rischio, quando in un contesto di crisi è perfettamente noto che i flussi di cassa negativi costituiscono una certezza (e quindi andrebbero scontati ad un tasso privo di premio al rischio o comunque ad un tasso espressivo del costo del debito);
2. nel non considerare che il rischio proprio dell'impresa in stato di crisi o insolvente richiede un aggiustamento in aumento nel tasso di sconto dei flussi positivi per via del fatto che qualunque investitore razionale vorrebbe un tasso di rendimento superiore a quello che si può stimare tramite CAPM.

GRAZIE

Prof. Alberto Tron