

*I criteri a presidio della valutazione delle aziende che sono a rischio di non sopravvivenza*

DATASTAMPA6901

DATASTAMPA6901

# Claims, una bussola per la crisi

## La stima degli strumenti deve riflettere possibile insolvenza

*La nozione di insolvenza non si limita più alla capacità di far fronte ai debiti con i flussi di cassa (cash flow test). Accanto a questo indicatore si afferma la necessità di valutare la tenuta patrimoniale e la sostenibilità del capitale proprio*

*Con il termine claims si indica l'insieme dei diritti che compongono la struttura finanziaria di un'impresa: strumenti di equity, di debito e ibridi. In un contesto di crisi il valore di mercato di questi diritti si discosta spesso dal valore nominale*

Pagina a cura

DI RAFFAELE MARCELLO

**S**i alza l'asticella per chi valuta i "claims" nelle aziende in difficoltà: equity, debito e strumenti ibridi devono essere stimati alla luce di nuove regole sulla definizione di insolvenza e sui test di equilibrio patrimoniale. Gli orientamenti europei in materia di ristrutturazione preventiva spingono ad affiancare alla tradizionale analisi dei flussi di cassa una verifica più attenta della solidità patrimoniale. Per professionisti, revisori, creditori e advisor dovranno rivedere i modelli di stima di equity e debito, con particolare attenzione al valore dei "claims", ossia l'insieme dei diritti che gravano sulla società in crisi.

**Nuovi parametri per misurare la crisi.** La nozione di insolvenza non si limita più alla capacità di far fronte ai debiti con i flussi di cassa (cash flow test). Accanto a questo indicatore si afferma la necessità di valutare la tenuta patrimoniale e la sostenibilità del capitale proprio, attraverso strumenti concettualmente vicini al balance sheet test e all'equity test.

Questa prospettiva più ampia consente di comprendere se l'impresa sia in grado non solo di pagare i debiti immediati, ma anche di mantenere nel tempo un patrimonio idoneo a sostenere l'attività. Per i professionisti della valutazione diventa quindi imprescindibile integrare l'analisi finanziaria con una misurazione

più attenta della struttura patrimoniale e della qualità degli asset.

**Che cosa sono i "claims" e perché conta-**no. Con il termine claims si indica l'insieme dei diritti che compongono la struttura finanziaria di un'impresa (strumenti di equity, di debito ed ibridi). In un contesto di crisi il valore di mercato di questi diritti si discosta spesso dal valore nominale, perché riflette la probabilità dei diversi scenari futuri dal successo di un piano di ristrutturazione alla liquidazione.

Quando l'Enterprise Value (EV) si avvicina all'ammontare del debito, la distribuzione del valore tra creditori e azionisti diventa non lineare. L'impresa entra nella cosiddetta zona di insolvenza. In questo stadio i creditori assumono, di fatto, il ruolo di "azionisti in attesa": partecipano alle decisioni aziendali e incidono sulla strategia.

Gli amministratori devono gestire il "patrimonio conteso", bilanciando gli interessi di creditori senior, junior e azionisti e cercando di preservare il valore complessivo. In assenza di un piano condiviso, le decisioni strategiche possono rallentare, aumentando il rischio che la liquidazione diventi economicamente più conveniente della ristrutturazione.

Questa impostazione pro-

duce conseguenze concrete in diversi ambiti operativi.

Nei piani di ristrutturazione i creditori devono guardare al prezzo di mercato dei titoli di debito, che incorpora il rischio di insolvenza, e non al solo valore nominale: la trattativa con l'impresa si fonda così su basi più realistiche.

Nei bilanci d'esercizio e straordinari servono criteri di valutazione aggiornati e note integrative che chiariscano metodi e ipotesi - continuità o liquidazione - per consentire agli stakeholder di capire la reale esposizione ai rischi.

Nelle operazioni straordinarie, come aumenti di capitale o ingresso di nuovi investitori, è decisivo stimare con precisione l'effetto diluitivo: il valore pre-money va calcolato tenendo conto non solo della nuova finanza ma anche delle condizioni poste dal finanziatore, che possono ridurre la quota di valore residuo dei soci preesistenti.

**Privilegio e degrado.** Nel percorso che conduce un'impresa verso la crisi, le differenze di rango tra i creditori assumono un peso determinante. La distribuzione dei proventi in caso di liquidazione si fonda, in linea di principio, sulla assoluta priority rule: la classica "waterfall" che prevede il pagamento integrale dei creditori con maggiore privilegio prima che possano essere soddisfatti quelli con tutela inferiore.



Questa gerarchia, tuttavia, non rappresenta un presidio immutabile. Se il valore di funzionamento dell'impresa si mantiene superiore al valore che si otterrebbe da una liquidazione forzata, i creditori privilegiati possono essere di fatto "degradati" a chirografari per la parte del credito che eccede quanto sarebbe ricavabile in un'ipotesi di smobilizzo atomistico. In presenza di un valore di liquidazione molto basso, il privilegio rischia di risultare in concreto privo di contenuto; al contrario, laddove la liquidazione prospetti valori elevati, gli stessi creditori privilegiati possono avere interesse a sollecitare lo scioglimento dell'azienda per assicurarsi un recupero più rapido.

Quanto più è incerto il valore di funzionamento, tanto più crescono le tensioni negoziali: creditori privilegiati, finanziatori junior e azionisti si trovano in una competizione aperta per la ripartizione del "patrimonio conteso". È in questa zona grigia che si concentrano i conflitti più delicati, con riflessi diretti sulla definizione dei piani di ristrutturazione e sulla valutazione complessiva dei claims.

**Asset substitution: la tentazione degli azionisti.** Se il valore di liquidazio-

ne delle attività è superiore al valore dell'azienda in funzionamento ma comunque insufficiente a soddisfare integralmente i creditori privilegiati, azionisti e finanziatori junior fanno di non poter aspirare a nessun recupero in caso di liquidazione.

Prima che la crisi diventi conclamata, può allora maturare la tentazione di spostare il profilo di rischio dell'impresa: dismettere attività facilmente liquidabili e orientarsi verso investimenti più rischiosi e meno liquidi, anche a costo di distruggere valore attuale. È il fenomeno noto come asset substitution, un comportamento opportunistico che trasferisce sui creditori privilegiati una quota significativa del rischio, perché cresce la probabilità che, nello scenario sfavorevole, il loro credito non venga soddisfatto integralmente.

Per prevenire tali derive, i piani di ristrutturazione più evoluti riconoscono spesso agli azionisti una partecipazione ai risultati della ristrutturazione anche quando l'equity risulta "out of the money". Si tratta di un sacrificio per i creditori senior, ma ritenuto il costo necessario per disincentivare condotte speculative e mantenere il coinvolgimento attivo degli azionisti

di controllo nel processo di risanamento.

**Sconto del debito e valore potenziale dell'equity.** In presenza di rischio di insolvenza, il valore di mercato del debito si colloca quasi sempre al di sotto del valore nominale. Anche quando l'attivo, in media, supera l'ammontare dei debiti, la sola possibilità che l'impresa non rimborsi integralmente le proprie obbligazioni induce il mercato a prezzare il rischio, generando uno sconto strutturale.

Parallelamente, l'equity conserva un valore "opzionale", ossia un valore legato alla probabilità - anche minima - di successo del risanamento. Il capitale proprio, pur apparendo azzerato nei conti, mantiene un prezzo positivo perché il valore dell'attivo rappresenta una media ponderata di scenari che vanno dal turnaround alla liquidazione. Questa asimmetria rende la valutazione dei claims particolarmente complessa: il prezzo del debito non coincide più con il nominale e l'equity non può essere considerata semplicemente nulla, perché il suo valore dipende dalla distribuzione di probabilità degli esiti futuri.

© Riproduzione riservata

## Claim e strumenti di valutazione

Tema	Focus per chi valuta
Nuovi test di insolvenza	Integrare il cash flow test con analisi patrimoniale (balance sheet test ed equity test) per cogliere segnali di squilibrio prima della perdita di continuità
Zona di insolvenza	Con l'EV vicino al debito i creditori diventano "azionisti in attesa": cresce il peso del "patrimonio conteso" e servono regole di governance chiare
Privilegio e degrado	Il rango dei creditori privilegiati può ridursi quando il valore di funzionamento supera quello di liquidazione, aprendo conflitti con junior e azionisti
Asset substitution	Per evitare la perdita totale, azionisti e junior possono spingere l'impresa verso investimenti più rischiosi: i piani di ristrutturazione devono prevedere meccanismi anti-opportunismo
Sconto del debito	Il mercato prezza il rischio di default: il debito scambia a sconto rispetto al nominale, mentre l'equity conserva un valore "opzionale" legato alla probabilità di successo del risanamento