

La stima del valore risultante dalla ristrutturazione e dell'eventuale valore riservato ai soci nel concordato in continuità aziendale: un caso pratico

di **Cristiano Proserpio** ^(*), **Tommaso Bartolucci** ^(?)

^(*) Dottore commercialista, partner dello studio di consulenza Spada Partners, dedicato alla consulenza in operazioni di merger and acquisition, valutazioni aziendali e corporate finance, operazioni di ristrutturazione finanziaria e turnaround. Iscritto all'Elenco degli esperti nella composizione negoziata per la soluzione della crisi d'impresa e all'Albo dei gestori della crisi d'impresa

^(?) Associate dal 2022 nel dipartimento Financial dello Studio di consulenza Spada Partners, si occupa prevalentemente di consulenza professionale in tema di M&A, financial due diligence e transaction services, valutazione d'azienda e ristrutturazioni finanziarie

Premessa

L'articolo espone il caso di Alfa S.p.A., società che ha intrapreso un percorso di risanamento tramite accesso alla procedura di concordato in continuità, focalizzandosi sulle previsioni di cui all'art. 120 quater del CCII e l'utilizzo di strumenti finanziari partecipativi (SFP).

L'art. 120 quater del CCII e il valore risultante dalla ristrutturazione riservato ai soci

Tipicamente, un percorso di risanamento concordatario (in continuità) mira a generare valore per l'impresa e per i suoi creditori (il cosiddetto valore risultante dalla ristrutturazione).

Il Codice della Crisi di Impresa e dell'Insolvenza (d'ora in avanti "CCII"), nel prevedere una serie di istituti che contemplano operazioni sul capitale della società in crisi (o sottoposta a procedura), ha introdotto a tal proposito una specifica disciplina che regola la fattispecie in cui parte di questo richiamato "valore" viene riservato ai soci, dettagliando le condizioni necessarie e le regole per poter giungere all'omologa anche in caso di dissenso e opposizione da parte di alcune classi di creditori.

Rinviano ad altre sedi per gli opportuni approfondimenti di tipo regolamentare, qui si vuole esaminare segnatamente la tematica del "valore riservato ai soci", definito dal secondo comma dell'art. 120-quater CCII come "il valore effettivo, conseguente all'omologazione della proposta, delle loro partecipazioni e degli strumenti che attribuiscono il diritto di acquisirle, dedotto il valore da essi eventualmente apportato ai fini della ristrutturazione in forma di conferimenti o di versamenti a fondo perduto oppure, per le imprese minori, anche in altra forma".

In tale contesto si colloca anche, in senso opposto, la soluzione che, al fine di facilitare il buon esito del percorso di risanamento e attraverso l'utilizzo di opportuni strumenti e tecniche (ad esempio attraverso l'attribuzione di strumenti finanziari partecipativi o di quote di capitale), mira a convogliare, integralmente o quasi, tale valore verso specifiche classi di creditori annullando quello a beneficio dei soci.

E tale scelta, come si vedrà nel caso illustrato, deve essere opportunamente illustrata dal debitore, il quale dovrà (potrà) fornire adeguata evidenza, auspicabilmente con il supporto di un professionista esperto in materia valutativa, della prevista ripartizione di tale grandezza.

Una grandezza che rappresenta indubbiamente un elemento di novità nella terminologia della legislazione sulla crisi d'impresa per la sua natura aziendalistica e che, essendo funzione del valore del capitale economico dell'impresa, è quindi stimabile attraverso il ricorso a metodologie valutative coincidenti con quelle raccomandate dai principi di riferimento quali, ad esempio, i Principi Italiani di Valutazione, elaborati dall'Organismo Italiano di Valutazione.

Gli strumenti finanziari nelle operazioni di ristrutturazione aziendale

Nel perimetro degli strumenti forniti dal Codice della Crisi, vi è quello che contempla la conversione dei debiti in capitale o semi equity.

In particolare, l'articolo 84 CCII stabilisce che la proposta di concordato preventivo può stabilire che "il soddisfacimento dei creditori" mediante "la continuità aziendale, la liquidazione del patrimonio, l'attribuzione delle attività ad un assuntore o in qualsiasi altra forma.", tra le quali rientrano gli aumenti di capitale o l'emissione di strumenti finanziari partecipativi destinati a convertire crediti in capitale o semi equity (conversione diretta o indiretta).

La conversione dei debiti (usualmente finanziari) in strumenti finanziari partecipativi ("SFP") è una fattispecie sempre più utilizzata nelle ristrutturazioni delle imprese in crisi, poiché: i) consente di ricostituire il capitale; ii) supportare la continuità aziendale nel corso del piano grazie alla loro elevata

duttilità nel consentire, ad esempio, di differenziare l'ordine di distribuzione dei flussi di cassa generati e di prevedere vincoli sull'importo di cassa minima.

Ed è in tale contesto, in cui è prevista l'emissione di SFP, che il richiamato art.120 quater CCII assume un ruolo chiave in relazione alla ripartizione del valore risultante dalla ristrutturazione.

Conseguentemente, e a causa dell'impossibilità di standardizzare il processo di valutazione, è evidente che la stima degli SFP richiede elevate competenze in materia.

Infatti, il fair value degli SFP può variare notevolmente in funzione delle sue caratteristiche, come dimostrato dai non rari casi in cui si osservano valutazioni molto divergenti del medesimo strumento finanziario espresse da diversi professionisti (fatto che, purtroppo, non garantisce di ottenere una stima priva di errori anche affidandosi a un esperto), a causa ad esempio di una limitata comprensione delle sue peculiarità dello strumento e dei fattori che ne influenzano il valore, oppure limitando il processo di stima a causa della mancanza di informazioni complete a disposizione.

Per meglio comprendere il funzionamento di tale disciplina e la sua interconnessione con la tecnica valutativa, si illustra in questo articolo un caso pratico nel quale una società, Alfa S.p.A. (di seguito "Alfa"), ha prodotto, a corredo della proposta concordataria che prevedeva l'emissione di strumenti finanziari, una relazione di stima sul valore di mercato del capitale economico della proponente stessa post omologa "al fine di verificare il rispetto delle previsioni di cui all'art. 120-quater CCII, con specifico riferimento al valore eventualmente riservato ai soci".

Il caso Alfa

Alfa S.p.A. è la società a capo di un Gruppo specializzato nella realizzazione di ponti, viadotti, stadi, edifici civili e industriali, infrastrutture militari, travi saldate per le industrie e navali, paratoie in acciaio per opere idriche, paratoie, tubi di grosso spessore e diametro e scafi per navi.

Per fronteggiare una grave e inattesa crisi finanziaria, Alfa ha fatto ricorso al concordato in continuità diretta, ritenendolo lo strumento più idoneo per tutelare la continuità aziendale, preservare il valore degli assets aziendali e perseguire il massimo livello di soddisfazione dei creditori sociali.

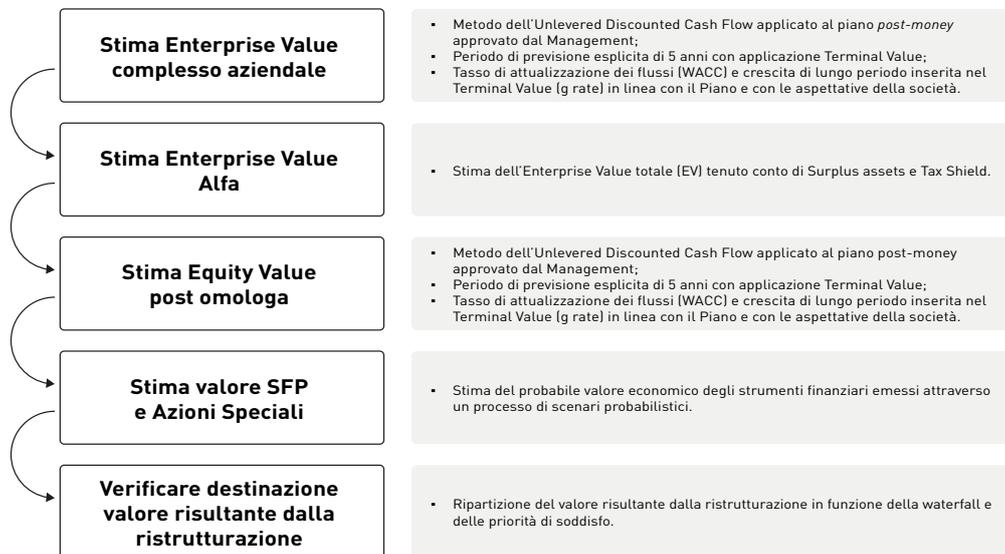
In sintesi, il piano alla base della proposta depositata presso il tribunale competente prevedeva:

- 1) la continuità diretta attraverso il complesso aziendale dedicato al core business;
- 2) la dismissione dei beni non strumentali;
- 3) l'assegnazione ad alcune classi di creditori chirografari di strumenti finanziari partecipativi;
- 4) la distribuzione integrale dei flussi di cassa operativi generati dalla continuità sino al raggiungimento delle percentuali di recovery (15%) con la condizione di una riserva di cassa minima;
- 5) impegno del socio a effettuare un aumento di capitale fino a massimi Euro 10,0 milioni;
- 6) un meccanismo di incentivazione all'emissione di linee di firma basato sull'assegnazione di warrant (emessi da Alfa), in favore di terzi (creditori e non) a determinate condizioni, con il diritto a sottoscrivere a titolo gratuito azioni Alfa prive di diritto di voto ("Azioni B").

Alla luce di tale struttura, la verifica della sussistenza di un eventuale valore da ristrutturazione riservato ai soci dovrà includere la preventiva determinazione dell'Equity Value di Alfa post omologa (e post emissione degli SFP), e quindi quella del fair value degli SFP e delle Azioni B, tenendo conto dei diritti patrimoniali di tali strumenti e della loro priorità assoluta rispetto all'equity ordinario, rappresentato dalle azioni possedute dai soci.

Il procedimento valutativo

In funzione di quanto esposto e delle finalità informative di Alfa, l'esercizio valutativo dell'esperto può essere raffigurato nei seguenti step:



La valutazione del capitale economico di Alfa post omologa

Preliminarmente, si devono identificare gli elementi il cui valore aggregato consente di determinare la misura del fair value di Alfa post omologa:

- complesso aziendale: l'azienda costituita dalla totalità di beni organizzati e rapporti per lo svolgimento dell'attività core di Alfa;
- surplus assets: partecipazioni detenute da Alfa e beni non strumentali destinati alla dismissione;
- posizione finanziaria netta: debiti concordatari oggetto di riscadenzamento, disponibilità liquide e attività finanziarie, e residuo passivo concordatario post falcidia.

In funzione dell'attività svolta da Alfa, della base documentale disponibile e delle finalità della stima, è stato adottato, quale metodo di valutazione dell'enterprise value del complesso aziendale (al quale devono poi essere sommati il valore dello scudo fiscale del debito e dei surplus assets), il metodo finanziario nell'approccio disaggregato, o Adjusted Present Value, che si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa attesi per il periodo 2024-2029, indicati nel piano predisposto dagli esponenti aziendali:

€ M	31 Dic 24	31 Dic 25	31 Dic 26	31 Dic 27	31 Dic 28	31 Dic 29
EBITDA	25,4	21,9	31,0	39,9	40,7	41,5
Delta NWC	(6,4)	46,4	21,5	(7,2)	1,1	3,3
Imposte fig.	(1,0)	(1,2)	(4,2)	(7,0)	(7,4)	(7,7)
Capex	(5,9)	(6,9)	(7,9)	(7,9)	(7,9)	(8,0)
FCFO	12,1	60,2	40,4	17,9	26,6	29,1

Il flusso perpetuo (Euro 19,5 milioni) per la determinazione del terminal value, è stato determinato sulla base delle seguenti assunzioni:

- EBITDA pari alla media di piano 2025- 2029 (Euro 35,0 milioni);
- investimenti in immobilizzazioni (pari agli ammortamenti) normali pari a quelli previsti nel piano nel 2029 (Euro 8,0 milioni);
- variazione Capitale Circolante Netto (CCN) nulla nel lungo termine.

€ M	TV
EBITDA	35,0
Delta NWC	-
Imposte fig.	(7,5)
Capex	(8,0)
CF Normale	19,5

L'applicazione del metodo finanziario trova una criticità nella determinazione dei tassi di attualizzazione che, pertanto, richiedono particolare attenzione nella loro costruzione.

In particolare, si è provveduto alla determinazione del capitale proprio unlevered (è stato adottato l'approccio disaggregato, comunemente definito Adjusted Present Value).

La formula per la determinazione del costo del capitale proprio di uno specifico settore è la seguente:

$$i = r_f + b \cdot r_p$$

Ove:

- r_f rendimento dei titoli privi di rischio;
- b coefficiente di rischio specifico proprio del settore;
- r_p premio per il rischio sistematico riconosciuto dal mercato.

Trattandosi, inoltre, di un processo di risanamento (seppur a seguito di una crisi di natura meramente finanziaria e di carattere straordinario) viene considerato il rischio di (non) realizzare i risultati di Piano. I rischi relativi all'informazione finanziaria prospettica, a tal proposito, possono essere considerati sulla base di tre principali aggiustamenti, che consistono nell'aggiustare:

- a) in diminuzione i flussi di risultato prospettici, per considerare quei rischi che non sono catturati dal tasso di sconto;
- b) in aumento il tasso di sconto per considerare quei rischi relativamente ai quali non è opportuno effettuare un aggiustamento ai flussi;
- c) in diminuzione i flussi di risultato prospettici e in aumento il tasso di sconto evitando di compiere duplicazioni.

Si è quindi provveduto a effettuare alternativamente rettifiche in aumento dei tassi di attualizzazione (execution risk premium crescente compreso tra lo 0,5% e il 3% in funzione dell'orizzonte temporale) sullo scenario base e ad applicare aggiustamenti in diminuzione dei flussi e al fine di recepire alcune rettifiche su specifiche assunzioni:

- riduzione del tasso di aggiudicazione delle nuove commesse pari allo 0,25%;
- riduzione della marginalità tra l'1% e il 2,25%;
- allineamento con la media storica del mix di commesse completate nel segmento "Edifici" e "Oil&Gas".

I parametri identificati sono:

a) Remunerazione degli investimenti privi di rischio:

rendimento del Bund a 10 anni (i.e. 2,0%) incrementato di un extra rendimento pari allo 0,5% per riflettere l'effetto che l'incremento dei tassi previsto per il 2023 dalla BCE potrà avere sul rendimento del Bund a 10 anni;

b) Premio per il rischio:

9,1% (fonte: Damodaran) per il mercato Italia, recependo quindi il rischio Paese specifico del mercato Italia;

c) Coefficiente Beta (B):

Beta ponderato unlevered a 3 anni del paniere di comparabili;

d) Small size premium:

small size premium pari al 4,8% (fonte: Duff & Phelps);

e) G rate:

1,9% (Fonte: Equity Analysis Università Bocconi per peer di settore).

Come anticipato, in aggiunta allo small size premium, il costo del capitale viene incrementato di un execution risk premium, nel caso specifico crescente durante l'arco di piano e compreso tra lo 0,5% e il 3%. L'execution risk premium rappresenta la componente specifica del cost of equity che riflette una stima di possibile non completo raggiungimento degli obiettivi di Piano.

Ai fini della sua quantificazione si è fatto riferimento agli scostamenti annuali dell'Ebitda nell'orizzonte di piano rappresentati nelle analisi di sensitività esposte nella relazione di attestazione ex art. 87, co.3, CCII di Alfa.

Conseguentemente, sulla base di tutti i parametri sopra individuati, il costo del capitale assume i valori sintetizzati nella seguente tabella:

	31/01/23
Risk Free Rate	2,2%
ECB interest rate guidance	0,5%
Market Risk Premium	9,1%
Beta Unlevered	0,5
Size Risk Premium	4,8%
Cost of Equity (Ke)	12,4%

Per effetto dei valori identificati è possibile pervenire ad un valore dell'Enterprise Value del complesso aziendale (non comprensivo dei surplus asset) di Euro 183,5 milioni come rappresentato di seguito:

€ M	31 Dic 24	31 Dic 25	31 Dic 26	31 Dic 27	31 Dic 28	31 Dic 29	TV
FCFO	12,1	60,2	40,4	17,9	26,6	29,1	147,7
Discount factor	0,89	0,78	0,68	0,58	0,50	0,42	
FCFO attualizzati	10,7	46,8	27,3	10,4	13,3	12,3	
Somma VA FCF	120,9						
VA TV	62,6						
Enterprise value	183,5						

Per la determinazione dell'Enterprise Value complessivo è stato sommato il valore di mercato (individuato da apposite perizie di stima redatte da esperti appositamente incaricati) dei surplus asset (pari a complessivi circa Euro 59,0 milioni) costituiti dalle partecipazioni, dai beni non strumentali destinati alla vendita e dallo scudo fiscale sugli interessi passivi:

€ M	Alfa
EV Azienda Operativa	183,5
Surplus Assets	59,0
Enterprise Value + SA	242,5

Ai fini della determinazione dell'Equity Value (Euro 49,3 milioni), è stata quindi sottratta algebricamente, dall'Enterprise Value complessivo, la posizione finanziaria netta attesa (Euro 193,2 milioni) di Alfa alla data di riferimento post omologa:

Enterprise Value + SA	242,5
PFN Alfa	(193,2)
Equity Value post omologa	49,3

La valutazione degli SFP e delle Azioni B

Una volta stimato il valore del capitale economico di Alfa post omologa, per poter affermare che alcun valore da ristrutturazione verrebbe riservato ai soci (ex art. 120 quater CCII), è necessario individuare quanto di esso sia destinato ai detentori di SFP e di Azioni B.

1) SFP

Gli SFP - assegnati a ciascun creditore appartenente ad alcune specifiche classi - consentono di ricevere, a decorrere dalla data di approvazione del bilancio 2026 di Alfa, distribuzioni (subordinate al rispetto di una riserva di cassa minima in Alfa di Euro 30,0 milioni) sino al 15% dei crediti ante omologa di ciascun titolare (quindi circa Euro 74,7 milioni).

Contestualmente, è prevista l'assegnazione al socio di un'opzione per l'acquisto della totalità degli SFP stessi (non ancora annullati per effetto della soddisfazione dei relativi diritti patrimoniali), esercitabile qualora il socio stesso concluda accordi per la sottoscrizione, da parte di un terzo investitore, di azioni di Alfa aventi diritti prioritari nelle distribuzioni (rispetto al socio). Lo Strike Price è pari al 10% (quindi Euro 49,8 milioni) dei crediti ante omologa vantati da ciascun creditore, incrementato di un ulteriore ammontare corrispondente allo 0,14% di tali crediti per ciascun mese successivo al sesto mese dopo l'omologa definitiva (ma ridotto di qualsiasi eventuale distribuzione nel frattempo effettuata da Alfa a soddisfacimento dei diritti patrimoniali degli SFP).

Ai fini del procedimento di stima, sulla base delle discussioni tenute con gli esponenti di Alfa e con l'advisor finanziario (operatore di riconosciuto standing e coinvolto nel processo di M&A e scouting nel mercato), sono stati identificati alcuni scenari attribuendo a ciascuno di essi una probabilità di accadimento (·):

- scenario 1: esercizio Call nel 2024 con una probabilità di accadimento del 30%;
- scenario 2: esercizio Call nel 2025 con una probabilità di accadimento del 30%;
- scenario 3: esercizio Call nel 2026 con una probabilità di accadimento del 25%;

- scenario 4: rimborso in misura pari al Cap SFP in funzione della cassa disponibile a partire dall'anno 2027 con una probabilità di accadimento del 5%;
- scenario 5: rimborso in misura pari al Cap SFP in funzione della cassa disponibile a partire dall'anno 2028 con una probabilità di accadimento del 5%;
- scenario 6: rimborso in misura pari al Cap SFP in funzione della cassa disponibile a partire dall'anno 2029 (tenendo conto della cassa minima di Euro 30,0 milioni) con una probabilità di accadimento del 5%.

La tabella seguente espone i flussi a servizio degli SFP negli scenari individuati:

SFP		31 Dic 24	31 Dic 25	31 Dic 26	31 Dic 27	31 Dic 28	31 Dic 29	31 Dic 30	31 Dic 31	31 Dic 32
Scenario 1	Esercizio Call	54,0	--	--	--	--	--	--	--	--
Scenario 2	Esercizio Call	--	62,3	--	--	--	--	--	--	--
Scenario 3	Esercizio Call	--	--	70,7	--	--	--	--	--	--
Scenario 4	Rimborsi	--	--	--	21,5	8,3	--	--	38,7	6,2
Scenario 5	Rimborsi	--	--	--	--	29,8	--	--	38,7	6,2
Scenario 6	Rimborsi	--	--	--	--	--	6,3	5,7	56,4	6,2

Sulla base di tali scenari e alle probabilità di realizzazione a ciascuno di essi attribuita, si ottiene un fair market value degli SFP alla data di omologa (attualizzando i flussi al costo del capitale determinato nel procedimento valutativo di Alfa) pari ad Euro 46,6 milioni.

SFP	Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3	Scenario 4	Scenario 5	Scenario 6
VA Flussi SFP	48,0	49,4	49,8	35,5	34,0	30,0
Probabilità	30%	30%	25%	5%	5%	5%
Contributo al valore	14,4	14,8	12,5	1,8	1,7	1,5
Fair Value SFP	46,6					

2) Warrant e Azioni B

Considerata l'essenzialità del richiesto impegno a concedere linee di firma ai fini della fattibilità del Piano, il socio si è reso disponibile ad assegnare gratuitamente dei Warrant a creditori (e non) che assumeranno tale impegno, che danno il diritto di sottoscrivere gratuitamente Azioni B di Alfa (prive del diritto di voto). Tali Azioni B saranno dotate di diritti patrimoniali subordinati ai diritti patrimoniali degli SFP ma prioritari rispetto ai diritti patrimoniali delle azioni ordinarie di Alfa detenute dal socio, fino a che le distribuzioni a qualunque titolo effettuate da Alfa a favore dei titolari delle Azioni B avranno raggiunto l'importo massimo di Euro 42,0 milioni ("Cap Azioni B").

Le Azioni B attribuiranno al relativo titolare il diritto di ricevere, a decorrere dalla data di approvazione del bilancio di esercizio 2026 di Alfa, distribuzioni, pro quota e pari passu, sempre nel rispetto di una

riserva di cassa minima di Euro 30,0 milioni.

È altresì previsto che, in qualsiasi momento, Alfa e il socio avranno il diritto (4) di acquistare (e successivamente estinguere) i warrant mediante il pagamento nei confronti del relativo detentore di un importo pari al relativo Cap Azioni B. Come per quanto effettuato in relazione agli SFP, ai fini dell'individuazione del fair value sono stati identificati i seguenti 12 scenari:

- scenario 1: esercizio Call nel 2024 con una probabilità di accadimento del 15%;
- scenario 2: esercizio Call nel 2025 con una probabilità di accadimento del 15%;
- scenario 3: esercizio Call nel 2026 con una probabilità di accadimento del 12,5%;
- scenario 4: rimborso successivamente all'esercizio della Call su SFP nel 2024, in misura pari al Cap Azioni B a partire dall'anno 2027 con una probabilità di accadimento del 15%;
- scenario 5: rimborso successivamente all'esercizio della Call su SFP nel 2025, in misura pari al Cap Azioni B a partire dall'anno 2027 con una probabilità di accadimento del 15%;
- scenario 6: rimborso successivamente all'esercizio della Call su SFP nel 2026, in misura pari al Cap Azioni B a partire dall'anno 2027 con una probabilità di accadimento del 12,5%;
- scenario 7: rimborso successivamente all'integrale rimborso del Cap SFP a partire dal 2027 con una probabilità di accadimento del 2,5%;
- scenario 8: esercizio Call nel 2032 successivamente all'integrale rimborso del Cap SFP a partire dall'anno 2027 con una probabilità di accadimento del 2,5%;
- scenario 9: rimborso successivamente all'integrale rimborso del Cap SFP a partire dal 2028 con una probabilità di accadimento del 2,5%;
- scenario 10: esercizio Call nel 2032 successivamente all'integrale rimborso del Cap SFP a partire dall'anno 2028 con una percentuale di accadimento del 2,5%;
- scenario 11: rimborso successivamente all'integrale rimborso del Cap SFP a partire dal 2029 con una probabilità di accadimento del 2,5%;
- scenario 12: esercizio Call nel 2032 successivamente all'integrale rimborso del Cap SFP a partire dall'anno 2029 con una probabilità di accadimento del 2,5%.

La tabella seguente espone i principali indicatori ottenuti attraverso la simulazione degli effetti dei diversi scenari sul piano e le relative ipotesi di rimborso:

€ M	31 Dic 24	31 Dic 25	31 Dic 26	31 Dic 27	31 Dic 28	31 Dic 29	31 Dic 30	31 Dic 31	31 Dic 32	31 Dic 33	31 Dic 34
Ipotesi esercizio call su warrant 2024											
Call Warrant	42,5	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
VA Call Warrant	37,8	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Ipotesi esercizio call su warrant 2025											
Call Warrant	--	42,5	--	--	--	--	--	--	--	--	--
VA Call Warrant	--	33,7	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Ipotesi esercizio call su warrant 2026											
Call Warrant	--	--	42,5	--	--	--	--	--	--	--	--
VA Call Warrant	--	--	29,5	--	--	--	--	--	--	--	--
Ipotesi rimborso dopo esercizio call su SFP 2024											
Cassa e banche	19,6	30,4	52,5	51,5	38,3	6,6	12,3	38,7	--	--	--
Livello minimo di cassa	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	--	--	--	--
Flussi di cassa Warrant	--	--	--	21,5	8,3	--	--	12,8	--	--	--
VA Flussi di cassa Warrant	--	--	--	13,4	4,6	--	--	5,0	--	--	--
Ipotesi rimborso dopo esercizio call su SFP 2025											
Cassa e banche	--	30,4	52,5	51,5	38,3	6,6	12,3	38,7	--	--	--
Livello minimo di cassa	--	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	--	--	--	--
Flussi di cassa Warrant	--	--	--	21,5	8,3	--	--	12,8	--	--	--
VA Flussi di cassa Warrant	--	--	--	13,4	4,6	--	--	5,0	--	--	--
Ipotesi rimborso dopo esercizio call su SFP 2026											
Cassa e banche	--	--	52,5	51,5	38,3	6,6	12,3	38,7	--	--	--
Livello minimo di cassa	--	--	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	--	--	--	--
Flussi di cassa Warrant	--	--	--	21,5	8,3	--	--	12,8	--	--	--
VA Flussi di cassa Warrant	--	--	--	13,4	4,6	--	--	5,0	--	--	--
Ipotesi rimborso post Cap SFP - 2027											
Cassa e banche	--	--	--	51,5	38,3	6,6	12,3	38,7	26,4	26,4	30,5
Livello minimo di cassa	--	--	--	30,0	30,0	30,0	30,0	--	--	--	--
Flussi di cassa SFP	--	--	--	21,5	8,3	--	--	38,7	6,2	--	--
Flussi di cassa Warrant	--	--	--	--	--	--	--	--	20,2	22,3	--
VA Flussi di cassa Warrant	--	--	--	--	--	--	--	--	7,0	6,9	--

€ M	31 Dic 24	31 Dic 25	31 Dic 26	31 Dic 27	31 Dic 28	31 Dic 29	31 Dic 30	31 Dic 31	31 Dic 32	31 Dic 33	31 Dic 34
Ipotesi esercizio Call Warrant post cap SPF -2027											
Cassa e banche	--	--	--	51,5	38,3	6,6	12,3	38,7	26,4	--	--
Livello minimo di cassa	--	--	--	30,0	30,0	30,0	30,0	--	--	--	--
Flussi di cassa FSP	--	--	--	21,5	8,3	--	--	38,7	6,2	--	--
Call Warrant	--	--	--	--	--	--	--	--	42,5	--	--
Va Call Warrant	--	--	--	--	--	--	--	--	14,9	--	--
Ipotesi rimborso post Cap SFP - 2028											
Cassa e banche	--	--	--	--	59,8	6,6	12,3	38,7	26,4	26,4	30,5
Livello minimo di cassa	--	--	--	--	30,0	30,0	30,0	--	--	--	--
Flussi di cassa SFP	--	--	--	--	29,8	--	--	38,7	6,2	--	--
Flussi di cassa Warrant	--	--	--	--	--	--	--	--	20,2	22,3	--
VA Flussi di cassa Warrant	--	--	--	--	30,0	30,0	--	--	7,0	6,9	--
Ipotesi esercizio Call Warrant post cap SPF -2028											
Cassa e banche	--	--	--	--	59,8	6,6	12,3	38,7	26,4	--	--
Livello minimo di cassa	--	--	--	--	30,0	30,0	30,0	--	--	--	--
Flussi di cassa SFP	--	--	--	--	29,8	--	--	38,7	6,2	--	--
Call Warrant	--	--	--	--	--	--	--	--	42,5	--	--
VA Call Warrant	--	--	--	--	--	--	--	--	14,9	--	--
Ipotesi rimbors post cap SPF -2028											
Cassa e banche	--	--	--	--	--	36,3	35,7	56,4	26,4	26,4	30,5
Livello minimo di cassa	--	--	--	--	--	30,0	30,0	--	--	--	--
Flussi di cassa SFP	--	--	--	--	--	6,3	5,7	56,4	6,2	--	--
Flussi di cassa Warrant	--	--	--	--	--	--	--	--	20,2	22,3	--
VA Flussi di cassa Warrant	--	--	--	--	--	--	--	--	7,0	6,9	--
Ipotesi esercizio Call Warrant post cap SPF -2029											
Cassa e banche	--	--	--	--	--	36,3	35,7	56,4	26,4	--	--
Livello minimo di cassa	--	--	--	--	--	30,0	30,0	--	--	--	--
Flussi di cassa SFP	--	--	--	--	--	6,3	5,7	56,4	6,2	--	--
Call Warrant	--	--	--	--	--	--	--	--	42,5	--	--
VA Call Warrant	--	--	--	--	--	--	--	--	14,9	--	--

Sulla base di tali scenari e delle probabilità di realizzazione a ciascuno di essi attribuita, si ottiene un fair market value della totalità (intesa come numero massimo di azioni sottoscrivibili) delle Azioni B pari ad Euro 26,4 milioni.

SFP	Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3	Scenario 4	Scenario 5	Scenario 6	Scenario 7	Scenario 8	Scenario 9	Scenario 10	Scenario 11	Scenario 12
VA Flussi B	37,8	33,7	29,9	23,1	23,1	23,1	14,0	14,9	14,0	14,9	14,0	14,9
Probabilità	15%	15%	12,5%	15%	15%	12,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Contributo al valore	5,7	5,0	3,7	3,5	3,5	2,9	0,3	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4
Fair Value Azioni B	26,4											

Conclusioni

Per concludere, è evidente come, per effetto del procedimento svolto, il valore risultante dalla ristrutturazione verrebbe integralmente destinato ai titolari degli strumenti emessi (e quindi ai creditori o a terzi finanziatori/garanti), annullando interamente quello che potenzialmente avrebbe potuto essere destinato ai soci preesistenti.

³ Le simulazioni dei differenti scenari sono state effettuate tenendo in opportuna considerazione la previsione di una cassa minima di Euro 30,0 milioni e dell'impatto del previsto aumento di capitale nell'intorno di Euro 5,5 milioni.

⁴ Nei limiti di quanto previsto dal concordato e subordinatamente al raggiungimento del Cap SFP (e il conseguente annullamento dei relativi titoli) ovvero all'esercizio dell'opzione di acquisto degli SFP stessi.