

# LA VALUTAZIONE D'AZIENDA A FINI DI UNA LIQUIDAZIONE FORZATA IN ASTA

DI MAURO BINI

## 1. Il valore di liquidazione dalle singole attività in settori in crisi ad aziende non in crisi

Con il termine “liquidazione” spesso ci si intende riferire ad una svendita. Gli anglosassoni usano il termine *fire sale*, che deriva dalle svendite di mercanzie danneggiate dagli incendi (*smoke-damaged merchandise*)<sup>1</sup>, ancora molto frequenti nel diciannovesimo secolo negli Stati Uniti; termine ora entrato nel lessico anglosassone e riferito a qualunque tipologia di svendita (ovvero di vendita ad un prezzo significativamente scontato rispetto al valore di mercato del bene).

La liquidazione – qualunque forma assuma: liquidazione ordinata, accelerata o forzata - non è mai un atto volontario, ma il risultato di uno smobilizzo necessario o addirittura obbligato. Si liquida un'attività per chiudere un ciclo di investimento che avrebbe dovuto durare ma che deve essere interrotto per esigenze di natura finanziaria (brucia cassa) e/o economica (produce perdite o distrugge valore). La differenza fra valore di mercato e valore di smobilizzo attiene al fatto che l'oggetto di valutazione nel caso di smobilizzo riguarda un'attività di cui si è interrotto o si deve interrompere l'uso originario, mentre nel caso del valore di mercato il bene ceduto è in uso.

Le ragioni per cui il prezzo di liquidazione di un'attività sia significativamente inferiore al valore di mercato dovrebbero riguardare esclusivamente:

- la natura dell'attività. Quanto più l'attività è specifica (nel senso di poter essere destinata ad un uso molto specializzato) minore è il numero dei potenziali acquirenti e di conseguenza maggiore deve essere lo sconto per attirare l'interesse dei pochi investitori;
- la presenza di asimmetrie informative fra venditore e potenziali acquirenti. Nei casi di vendite realizzate rapidamente, per le quali non ci si sia stato

il tempo di un'adeguata pubblicità, o viceversa la possibilità di un'adeguata *due diligence* da parte dei potenziali acquirenti, o ancora l'assenza di garanzie da parte del venditore sullo stato dell'attività, è inevitabile dover riconoscere un sconto a fronte dei rischi che si accolla l'acquirente.

Tuttavia l'evidenza empirica mostra che il prezzo di liquidazione può risultare significativamente inferiore al valore di mercato anche nel caso di attività con caratteristiche standard, non specifiche, per le quali esiste un ampio mercato secondario – ad esempio aerei, navi, ecc. -. In questi casi lo sconto è attribuibile al fallimento del meccanismo di mercato (*dislocated market*). Infatti in presenza di un mercato secondario ed in assenza di asimmetrie informative, se agissero le forze di mercato dovrebbe innescarsi un processo di arbitraggio tale da garantire il sostanziale riallineamento fra il valore di liquidazione ed il valore di mercato del bene. Chiunque adeguatamente informato della “svendita” avrebbe convenienza ad acquistare l'attività a sconto per rivenderla poi sul mercato al prezzo pieno e questa circostanza dovrebbe favorire un processo di competizione fra i potenziali acquirenti in grado di limitare se non eliminare significativamente lo sconto. Tramite l'arbitraggio il mercato sarebbe in grado di allocare l'attività al soggetto in grado di garantirne il massimo e miglior uso. Poiché il valore di mercato di qualunque attività ne riflette il massimo e miglior uso da parte dei partecipanti al mercato, il valore di liquidazione non dovrebbe differire significativamente dal valore di mercato stesso. Invece in letteratura vi è evidenza che uno sconto “normale” per la liquidazione di questa tipologia di attività con caratteristiche standard sia pari al 10%-20%<sup>2</sup> e che in fasi di crisi possa raggiungere livelli anche molto superiori<sup>3</sup>.

Al contempo in letteratura è noto che quando un'impresa quotata annuncia la vendita di attività – e l'im-

1 In molte città italiane esistevano negozi di vendite di beni di mercerie diverse con insegne che ricordavano le *fire sale* statunitensi (a Milano ad esempio l'insegna era “All'incendio”).

2 T.C. Pulvino, 1998, Do asset fire sales exist? An empirical investi-

gation of commercial aircraft transactions, *The Journal of Finance*, 2, 939-978.

3 A. Shleifer, R. Vishny, 2011, Fire sales in finance and macroeconomics, *Journal of Economic perspectives*, 25, 29-48

presa stessa non si trova costretta a vendere – il mercato finanziario reagisce favorevolmente (con un aumento delle quotazioni dell'impresa che dismette l'attività) con ciò dando evidenza non solo che l'attività non è stata svenduta ma piuttosto che sia stata ceduta ad un prezzo (= valore di mercato) che ne esprime un miglior uso rispetto a quello che l'impresa venditrice non fosse stata in grado di garantire in precedenza<sup>4</sup>. Ciò significa che quando l'impresa non è costretta a vendere l'attività (interrompendo un ciclo di investimento), ma lo decide sulla base di valutazioni economiche e/o strategiche si genera una competizione fra i potenziali acquirenti che finisce per garantire all'impresa venditrice un prezzo più elevato rispetto al valore che essa stessa avrebbe potuto ricavare dall'uso dell'attività. La ragione va ricercata nel fatto che il venditore che non è in stato di necessità è un *patient seller*, nel senso che non è obbligato a vendere a qualunque prezzo, ma è disposto a vendere solo a condizione che il prezzo di cessione sia superiore al valore che sarebbe in grado di ricavare dall'uso dell'attività (che costituisce il prezzo di riserva del *patient seller*). Se il prezzo offerto dall'acquirente non è almeno pari al valore d'uso (prezzo di riserva), il venditore rinuncia alla vendita.

Perché non si innesca un eguale meccanismo competitivo nei casi di liquidazione di attività da parte di un'impresa in stato di necessità? La principale ragione riguarda il fatto che nella maggior parte dei casi l'impresa in stato di necessità è un'impresa che opera in un settore in crisi<sup>5</sup>. Questa circostanza fa sì che i soggetti (*strategic buyer*) che potrebbero essere in grado di garantire il massimo e miglior uso all'attività si trovino privi di disponibilità finanziarie e quindi impossibilitati all'acquisto. La vendita può essere realizzata esclusivamente nei confronti di *financial buyer* ovvero di soggetti eventualmente interessati all'acquisto per il successivo affitto del bene a *strategic buyer* che non possono permettersi di acquistarlo direttamente e/o eventualmente alla vendita del bene in tempi successivi quando la crisi di settore sarà riassorbita. Poiché i *financial buyer* si espongono al rischio di non riuscire ad affittare l'attività e/o di rivenderla nel futuro ad un prezzo più elevato richiedono in sede d'acquisto uno sconto anche molto significativo. Lo sconto è tanto maggiore quanto maggiore è l'*asset specificity*. Attività molto specializzate richiedono competenze manageriali altrettanto specializzate ed offrono limitate possibilità di

reimpiego, con l'effetto di limitare i potenziali soggetti in grado di far uso dell'attività.

Inoltre nel caso della liquidazione (ordinaria o accelerata), il venditore in stato di necessità (*desperate seller*) è disposto a realizzare la transazione ad un prezzo anche significativamente inferiore al valore d'uso dell'attività, in quanto la vendita è funzionale a reperire cassa che, alternativamente, potrebbe essere raccolta a condizioni molto più onerose. La dimensione dello sconto che il venditore è disposto a riconoscere (e che concorre a formare il prezzo di riserva) è funzione dei costi delle fonti alternative di finanziamento, quali ad esempio lo sconto che è necessario riconoscere nel prezzo di emissione di nuove azioni con rinuncia al diritto di opzione, oppure ancora la perdita del controllo della società o la significativa diluizione della partecipazione, o piuttosto il costo connesso a percorsi di ristrutturazione del debito, ecc.. Nel caso di liquidazione forzata, invece, dove lo smobilizzo dell'attività è obbligato e non è subordinato alla verifica di rappresentare la soluzione più conveniente di reperimento delle risorse finanziarie come nel caso della liquidazione ordinaria o accelerata, lo sconto è invece funzione della modalità con cui si realizza la cessione. Trattandosi di vendite forzate che assumono la forma di vendita con asta, lo sconto finisce con l'essere funzione di come è strutturata l'asta e di come è stimato il prezzo di riserva.

Questo articolo si concentra su una fattispecie particolare di liquidazione forzata: la liquidazione di aziende *in bonis*, tramite asta nell'ambito di una procedura di liquidazione. La particolarità di questo tipo di liquidazione riguarda il fatto che si tratta della liquidazione:

- a) di aziende in funzionamento e non di singole attività per le quali si è interrotto il ciclo di investimento;
- b) operanti in un settore non in crisi;
- c) ma cedute, obbligatoriamente, attraverso un particolare tipo di asta (a primo prezzo ad offerta in busta chiusa, *first sale sealed auction*).

Si tratta di liquidazioni tutt'altro che infrequenti, ma scarsamente trattate in letteratura. L'articolo è così strutturato: nel capitolo 2 è riportata una breve sintesi dei

4 A. Gordon, P.G. Benson, J. Kampmeyer, 1984, Investigating the valuation effects of announcements of voluntary corporate selloffs, *Journal of Finance*, 39, 503-517.

5 A. Shleifer, R. Vishny, 1992, Liquidation values and debt capacity:

a market equilibrium approach, *The Journal of Finance* 47, 1343 – 1366 e A. Shleifer, R. Vishny, 2011, Fire sales in finance and macroeconomics, *Journal of Economic Perspectives*, 25, 29-48

meccanismi economici che presidiano le aste; nel capitolo 3 sono illustrati i più significativi studi in letteratura sulla vendita forzata di aziende o di partecipazioni; nel capitolo 4 le problematiche delle aste di aziende *in bonis*; nel capitolo 5 la valutazione delle aziende da cedere in asta; nel capitolo 6 è illustrato il caso di un'asta di successo e nel capitolo 7 sono riportate le conclusioni di ordine generale che è possibile trarre dal caso.

## 2. I meccanismi economici che presidiano le aste

L'asta è una forma efficiente di vendita in presenza di asimmetria informativa fra venditore e potenziali partecipanti all'asta a svantaggio del primo. Se il venditore conoscesse il valore che l'attività potrebbe assumere per i potenziali acquirenti, la forma di vendita in grado di massimizzare il prezzo per il venditore non sarebbe l'asta ma la negoziazione privata. In una negoziazione privata il venditore potrebbe vendere il bene al soggetto in grado di estrarre il massimo valore dall'attività realizzando un prezzo vantaggioso sia per l'acquirente (in quanto inferiore al valore che questi potrebbe estrarre dal bene) sia per il venditore (in quanto superiore al massimo prezzo che il secondo soggetto in ordine di capacità di sfruttamento del bene stesso sarebbe disposto ad offrire). Quando invece il venditore non conosce il valore che l'attività che vuole cedere potrebbe assumere per i partecipanti al mercato, né quale sia il partecipante al mercato in grado di garantire il massimo e miglior uso all'attività, il meccanismo di vendita più efficiente è l'asta. Esistono tuttavia molti diversi tipi di asta.

Nella scelta del tipo e nel regolamento di asta rilevano alcuni principali elementi:

- a) la rarità del bene oggetto di cessione. Quanto più il bene oggetto di cessione è un bene unico, privo di beni sostituti sul mercato, tanto maggiore è la concorrenza fra i potenziali partecipanti all'asta (c.d. *bidder*);
- b) la presenza di acquirenti naturali. Questa circostanza potenzialmente accresce il rischio di comportamenti opportunistici da parte dei potenziali partecipanti all'asta. Gli acquirenti naturali possono colludere fra loro;
- c) la presenza di acquirenti appartenenti a diverse categorie. Questa circostanza potenzialmente riduce il rischio di comportamenti opportunistici da parte dei potenziali partecipanti all'asta;
- d) il tipo di incertezza che riguarda il valore del bene (incompletezza informativa o valore privato). Il

tipo di incertezza definisce il tipo di asta in grado di massimizzare il ricavato per il venditore, in particolare in presenza di incompletezza informativa (nel senso che i diversi partecipanti al mercato dispongono ciascuno di informazione utile alla valutazione del bene di cui gli altri partecipanti non dispongono) è preferibile adottare un meccanismo d'asta tradizionale a rilanci di offerta in quanto svela l'informazione di cui dispongono i diversi partecipanti al mercato;

- e) l'avversione al rischio dei potenziali acquirenti. Maggiore è l'avversione al rischio da parte dei potenziali partecipanti all'asta, maggiore è il prezzo che sono disposti ad offrire per acquisire il bene; ciò in quanto in un'asta o si risulta aggiudicatari del bene e si gode dei relativi benefici o non si ha alcun beneficio. Dunque il soggetto avverso al rischio è disposto ad offrire un prezzo più elevato per evitare di non risultare aggiudicatario del bene;
- f) l'eventuale presenza di vincoli di budget per i potenziali acquirenti. In presenza di vincoli di budget per i potenziali acquirenti (quale potrebbe essere il caso in cui gli acquirenti naturali sono imprese del medesimo settore ed il settore stesso è in crisi) un meccanismo d'asta tradizionale a rilanci di offerta è meno consigliato perché l'informazione svelata fornisce falsi segnali (non indica infatti il valore attribuito al bene da parte di ciascun partecipante in relazione al proprio set informativo, ma piuttosto il vincolo di bilancio cui soffre ciascun partecipante);
- g) la possibilità che il bene possa essere rivenduto sul mercato dopo l'acquisto in asta. Questa circostanza rende interdipendenti i valori attribuiti al bene da parte dei potenziali partecipanti al mercato e orienta questi ultimi ad offrire un prezzo che non è funzione del valore che essi attribuiscono al bene, ma del valore che essi ritengono gli altri partecipanti al mercato potrebbero attribuire al bene;
- h) la possibilità che il bene se aggiudicato ad un terzo possa modificare la posizione competitiva degli altri bidder. Anche questa circostanza rende interdipendenti i valori attribuiti al bene da parte dei potenziali partecipanti al mercato e orienta questi ultimi a considerare oltre al valore del bene in sé anche l'eventuale perdita di valore degli altri *assets* di loro proprietà che si avrebbe nel caso in cui il bene fosse aggiudicato a terzi.

Perché l'asta sia in grado di sfruttare al meglio la concor-

renza fra i potenziali acquirenti, assumono rilievo due principali scelte:

- 1) il tipo di asta;
- 2) il prezzo base d'asta.

Esistono quattro principali possibili tipi di asta:

- a) la classica asta aperta ad offerta crescente (c.d. *English auction*);
- b) l'asta aperta ad offerta decrescente (c.d. *Deutsche auction*);
- c) l'asta ad offerta segreta con aggiudicazione al prezzo più elevato (c.c. *first-price-sealed-bid auction*);
- d) l'asta ad offerta segreta con aggiudicazione al secondo prezzo più elevato (c.d. *second-price-sealed-bid auction*).

Le vendite tramite asta possono consentire di raggiungere risultati differenti in relazione a differenti tipologie di beni e di circostanze. In linea di principio i quattro tipi di aste menzionati in precedenza possono essere ricondotte a due principali categorie:

- a) le aste fondate sul primo prezzo (rappresentate dall'asta aperta ad offerta decrescente e dall'asta ad offerta segreta con aggiudicazione al prezzo più elevato);
- b) le aste fondate sul secondo prezzo (rappresentate dall'asta aperta ad offerta crescente e dall'asta ad offerta segreta con aggiudicazione al secondo prezzo).

Le due categorie di aste assumono rilievo in relazione al tipo di asimmetria informativa che grava sul bene oggetto di asta.

Sotto il profilo teorico l'asimmetria informativa può derivare da due opposte situazioni limite:

- a) il bene oggetto di offerta ha un valore differente in relazione a chi lo acquista, in quanto i diversi possibili offerenti possono garantire al bene un uso più o meno efficiente, possono godere di sinergie diverse, possono caratterizzarsi per prodotti complementari, possono godere di diverse esternalità positive se sottraggono il bene ad altri possibili offerenti. L'asimmetria informativa in questo caso è data dal fatto che nessun potenziale offerente conosce il valore del bene per gli altri possibili offerenti. In questo caso si

parla di "*private value auctions*";

- b) il bene oggetto di offerta ha il medesimo valore per i possibili offerenti, ma questi ultimi basano la loro stima di valore su un set di informazioni differente. L'asimmetria informativa in questo caso riguarda l'informazione a disposizione di ciascun possibile offerente. Ciascuno offerente dispone di una stima imprecisa del valore del bene, perché nessuno dispone di un set informativo completo. In questo caso si parla di "*common value auctions*".

La distinzione fra le due tipologie di aste (*private value* o *common value*) assume rilievo, perché nel caso di aste "*common value*":

- a) conoscere le stime degli altri partecipanti al mercato rende più efficiente il processo di formazione del prezzo, al contrario di quanto accade per le *private value auctions* dove l'informazione non aiuta il processo di formazione di un prezzo più efficiente, in quanto il valore è *entity specific*. Ciò comporta che il tipo di asta da preferire in questi casi sia l'asta fondata sul secondo prezzo;
- b) il vincitore dell'asta soffre del rischio c.d. "*winner's curse*" (maledizione del vincitore) ovvero del rischio di risultare aggiudicatario solo perché ha offerto un prezzo eccessivo rispetto al reale valore del bene, al contrario di quanto accade per le *private value auctions* dove la differenza di prezzo fra i diversi *bidder* trae origine proprio dal differente valore del bene per i singoli soggetti. Ciò comporta che in assenza di rischio di collusione l'asta da preferire fra le due tipologie fondate sul secondo prezzo sia l'asta classica ad offerta crescente.

Nel caso di *private value auction* vale invece il c.d. *teorema dell'equivalenza del ricavato* (c.d. *Revenue Equivalence Theorem*), il quale sostiene che qualunque tipo di asta si adotti, il ricavato sarà il medesimo se sono verificate le seguenti stringenti condizioni:

- a) *bidder* neutrali al rischio;
- b) *bidder* con valori indipendenti fra loro;
- c) *bidder* con la medesima funzione di distribuzione dei valori dell'attività rischiosa oggetto di asta;
- d) assenza di limiti di budget per i *bidder*.

Poiché è difficile che tali condizioni siano verificate nella pratica, nei casi invece in cui:

- a) i potenziali *bidder* siano avversi al rischio;
- b) o esistano limiti di budget per i *bidder*;
- c) o i *bidder* possano fra loro colludere o comunque vi sia la possibilità di rivendere il bene sul mercato dopo l'aggiudicazione dell'asta o ancora vi sia qualsiasi altra forma di interdipendenza fra i valori attribuiti al bene dai potenziali partecipanti all'offerta;

il tipo di asta che massimizza il ricavato per il venditore di un bene con *private value* è l'asta segreta con aggiudicazione al prezzo più elevato, dove i partecipanti al mercato sono chiamati a formulare la loro migliore offerta definitiva ("*best and final offer*"). Se invece sono presenti *bidder* con diverse distribuzioni di valori dell'attività oggetto di asta non vi è un tipo di asta che domini le altre. In questo caso assume rilevanza il regolamento d'asta, ovvero come l'asta è strutturata (c.d. design dell'asta).

Nei casi di liquidazione forzata la forma d'asta più in uso è l'asta ad offerta segreta con aggiudicazione al prezzo più elevato (c.c. *first-price-sealed-bid auction*). In caso in cui l'asta vada deserta normalmente si applicano i criteri dell'art. 591 c.p.c. che prevede una riduzione di prezzo base d'asta del 25% ad ogni asta successiva.

Il prezzo base d'asta assolve a tre principali funzioni:

- a) minimizzare le barriere all'entrata che possono scoraggiare potenziali *bidder* a partecipare (la partecipazione ad un'asta è comunque costosa e vi partecipano solo i soggetti che ritengono di poter avere chance di vittoria);
- b) ostacolare i comportamenti collusivi dei potenziali *bidder*,
- c) prevenire gli effetti di interdipendenza fra i partecipanti all'asta per via della possibilità di rivendere il bene sul mercato dopo l'acquisto in asta<sup>6</sup>.

Se adeguatamente strutturata un'asta ad offerta segreta con assegnazione al prezzo più alto, può consentire anche ad un soggetto che non è in grado di estrarre il massimo valore del bene di vincere. Ciò accade quando

i soggetti che possono estrarre maggiore valore e che potrebbero offrire un prezzo più alto, offrono invece un prezzo più contenuto nella speranza di massimizzare il proprio surplus (dato dalla differenza fra il valore del bene a loro mani ed il prezzo offerto). Ciò significa che – in presenza di potenziali *bidder* appartenenti a categorie diverse - il prezzo base d'asta non dovrebbe coincidere con il valore che l'esperto ritiene si potrebbe realizzare con la vendita in asta (liquidazione forzata), ma dovrebbe risultare più contenuto. Più facilmente infatti un prezzo più contenuto favorisce la concorrenza fra *bidder* e riduce il rischio di comportamenti collusivi o interdipendenti.

La differenza fra prezzo base d'asta e valore di liquidazione forzata (sconto) è funzione di sette principali parametri:

- a) l'avversione al rischio dei *bidder* (maggiore è l'avversione al rischio maggiore è il prezzo offerto a parità di valore privato);
- b) il vincolo di *budget* (più stringente è il budget minore è il prezzo offerto a parità di valore privato);
- c) l'interdipendenza fra i valori assegnati dai *bidder* al bene (maggiore è l'interdipendenza tanto più il prezzo offerto è funzione del valore attribuito al bene dagli altri partecipanti al mercato e non del valore privato per il singolo soggetto);
- d) il rischio percepito di *winner's curse*, che è funzione dello svantaggio informativo di cui ciascun partecipante si sente portatore rispetto agli altri partecipanti della stessa categoria (maggiore è il rischio percepito di *winner's curse*, minore è il prezzo offerto);
- e) le esternalità dell'aggiudicazione del bene ad un soggetto concorrente della stessa categoria di appartenenza (maggiori sono le esternalità negative, maggiore è il prezzo offerto<sup>7</sup>);
- f) la credibilità dell'annuncio di un prezzo di riserva segreto (tanto più l'annuncio è credibile tanto più elevato sarà il prezzo offerto);
- g) la capacità del prezzo base d'asta di non escludere a priori alcun partecipante al mercato (maggiore è la credibilità del prezzo base d'asta, maggiore è il prezzo offerto dai partecipanti all'asta).

<sup>6</sup> Nel caso di interdipendenza (c.d. affiliazione) il prezzo di aggiudicazione in asta, non è più funzione del bene in sé, ma del valore che si ritiene gli altri partecipanti al mercato possono attribuire al bene.

<sup>7</sup> Nel caso di forti esternalità il rischio di collusione è più conte-

nuto. Tuttavia quando i *bidder* sono soggetti a vincoli di budget può accadere che preferiscano non partecipare all'asta piuttosto che galvanizzare i concorrenti ad offrire di più, sulla base del principio "vivi e lascia vivere".



### 3. Gli sconti nelle liquidazioni di aziende e di partecipazioni di minoranza

Si è detto in precedenza che la letteratura scientifica che tratta della liquidazione forzata di aziende in funzionamento, piuttosto che di singole attività, è molto limitata; ancor più lo è la letteratura che tratta della liquidazione forzata di aziende *in bonis* che operano in settori non in crisi. In questa sede ci limitiamo a segnalare due principali contributi che offrono evidenze apparentemente contrastanti.

Il primo contributo di Eckbo e Thorbur<sup>8</sup> riguarda gli sconti registrati nelle procedure di liquidazione nei casi di fallimento in Svezia, dove vige il c.d. meccanismo di asta automatica per le imprese insolventi. L'impresa insolvente viene venduta in asta in tempi rapidi (in media l'organizzazione dell'asta non richiede più di due mesi) ed a costi (diretti) contenuti. L'asta assume la forma di open first price auction. Le offerte possono riguardare alternativamente l'azienda in funzionamento o le sue attività. Gli Autori calcolano gli sconti rispetto ad un valore fondamentale stimato dell'impresa e delle sue attività. La loro analisi è finalizzata a verificare se la vendita di aziende in funzionamento tramite meccanismi d'asta si configura come una svendita (*fire sale*), ovvero avvenga registrando un significativo sconto rispetto al valore fondamentale. I risultati – fondati sull'analisi di 258 aste di imprese insolventi - con una dimensione media misurata dal valore contabile delle attività pari a 2,3 milioni di dollari statunitensi- sono così sintetizzabili:

- a) si registrano sconti solo quando oggetto di vendita in asta sono le singole attività e non l'azienda in funzionamento;
- b) lo stato di difficoltà del settore e l'illiquidità delle imprese del settore hanno influenza sullo sconto relativo alle vendite di singole attività, ma non sul valore di vendita delle aziende in funzionamento;
- c) le banche coinvolte nel fallimento generalmente finanziano i partecipanti all'asta disposti ad acquistare l'azienda in funzionamento per evitare di incorrere in perdite maggiori nel caso di vendita atomistica delle attività;
- d) i prezzi di aggiudicazione sono più elevati quando il partecipante all'asta è finanziato dalle banche coinvolte nel fallimento, in quanto prezzi elevati consentono il maggior recupero possibile del credito nei confronti dell'azienda fallita;

- e) i proprietari dell'azienda fallita riacquistano l'impresa in funzionamento più frequentemente quando il settore in cui opera l'impresa è in grave crisi ed al contempo sarebbe più probabile in assenza del loro intervento la vendita atomistica delle attività d'impresa;
- f) la prelazione concessa a soggetti che già stanno gestendo l'azienda in crisi (ad esempio in affitto) si accompagna in genere a prezzi più contenuti rispetto a quelli realizzabili dalla vendita dell'azienda in funzionamento tramite asta, ma le banche non sono sacrificate dai prezzi più contenuti (indice che le banche approvano soluzioni con prelazione quando è nel loro interesse);
- g) in media le aste di aziende in funzionamento raccolgono la manifestazione d'interesse di cinque potenziali acquirenti di cui, sempre in media, tre formulano poi anche un'offerta;
- h) gli acquirenti delle aziende in funzionamento normalmente fanno uso di indebitamento per l'acquisto, ed in particolare fanno uso di operazione di *leverage buyout*;
- i) quando l'acquirente è un *outsider* di settore non si registrano prezzi inferiori;
- j) le imprese vendute nell'abito di soluzioni pre-negoziare con prelazione sono più frequenti nel caso di imprese con maggiore specificità degli attivi e con maggiore dotazione di intangibili;
- k) le imprese vendute nell'ambito di soluzioni pre-negoziare con prelazione mostrano una maggiore probabilità di ricadere in crisi nel biennio successivo all'asta;
- l) in media il ricavato dell'asta non supera il 50% del valore contabile delle attività dell'azienda venduta in asta, ciò anche per via del fatto che la maggior parte delle imprese prima di fallire ha già ceduto le attività più liquide e meno specializzate.

Sulla base di queste evidenze gli Autori sostengono la tesi secondo cui la vendita in asta di aziende insolventi non costituisce una soluzione di *second best* rispetto ad accordi di ristrutturazione: se la vendita in asta di aziende in funzionamento non mostra sconti rispetto ai valori fondamentali delle società cedute e se i tempi di organizzazione dell'asta sono brevi ed i costi sono contenuti, la vendita tramite asta è la soluzione più efficiente di risoluzione delle crisi di imprese con prospettive di funzionamento (quali dovrebbero essere le

8 B.E.Eckbo, K.S.Thorburn, 2008, Automatic bankruptcy auctions and fire-sales, *Journal of financial economics*, 89, 404-422

imprese per le quali potrebbero alternativamente essere intrapresi percorsi di ristrutturazione). Nel caso svedese è l'asta a definire se l'azienda deve essere ceduta in funzionamento o in forma atomistica. L'aspetto sorprendente di questa analisi è dovuto alla circostanza che anche nonostante si tratti di imprese in settori in crisi o in tensione finanziaria grave non si registrano nelle vendite in asta sconti rispetto al valore fondamentale. La liquidazione di imprese in funzionamento tramite un'asta aperta a primo prezzo non si configurerebbe dunque come una svendita.

Il secondo contributo di letteratura rilevante ai nostri fini riguarda invece la vendita forzata (ma non tramite asta) da parte di aziende *distressed* di partecipazioni di minoranza in società quotate. Il grande vantaggio di questo secondo studio è che si fonda sul confronto fra due prezzi: la quotazione ante cessione ed il prezzo negoziato nella cessione della partecipazione fuori borsa e non invece sul confronto di un prezzo e di un valore stimato (come nel caso dello studio precedente). Non vi è pertanto alcuna stima di valore fondamentale. Gli Autori – Dinc, Erel e Liao<sup>9</sup> analizzano il caso di vendite di partecipazioni in aziende non in crisi da parte di società in crisi, con lo specifico scopo di misurare l'eventuale sconto riconosciuto su base oggettiva, senza incorrere in problemi di stima del valore fondamentale. Gli Autori considerano 638 transazioni corrispondenti a pacchetti azionari pari – in media - al 3,7% del capitale della società quotata.

I risultati dell'analisi possono essere sintetizzati come segue:

- a) in media i pacchetti azionari ceduti dalle imprese in crisi registrano sconti in media pari all'8% rispetto alla quotazione ante cessione;
- b) cessioni di pacchetti azionari da parte di aziende non *distressed* non registrano alcuno sconto;
- c) la dimensione dello sconto cresce al crescere della dimensione relativa del pacchetto azionario. Pacchetti pari al 5% o più delle azioni della società quotata registrano sconti (nelle cessioni promosse da aziende *distressed*) in media pari al 14%;
- d) la vendita delle azioni a sconto rispetto alla quotazione di mercato ante vendita da parte delle imprese *distressed* non genera effetti permanenti sulle quotazioni, al contrario di quanto accade

invece quando a promuovere la vendita del pacchetto azionario non sono aziende *distressed* ma fondi comuni di investimento costretti a cedere azioni in portafoglio per far fronte ai riscatti. Poiché i fondi cominciano a cedere le azioni con peggiori prospettive future le cessioni da parte dei fondi segnalano povere *performance*.

Benché lo studio degli Autori riguardi pacchetti di minoranza mentre questo articolo sia concentrato sulla cessione di intere aziende (o pacchetti di controllo):

- la prospettiva di analisi è la medesima: la vendita di partecipazioni in società *in bonis* da parte di imprese in crisi;
- con una sola rilevante differenza: la vendita riguarda un'attività (finanziaria) di cui si compie l'interruzione di un ciclo di investimento, circostanza che nella vendita di un'azienda in bonis non può configurarsi. La vendita di un'azienda non si configura mai come l'interruzione di un ciclo di investimento essendo già un insieme organizzato di beni. In questo senso la vendita della partecipazione è diversa dalla vendita di un'azienda.

La cessione di aziende *in bonis*, anziché di partecipazioni, è un fenomeno che interessa di norma i gruppi diversificati. La capogruppo insolvente è chiamata a cedere le proprie partecipazioni di controllo, molte delle quali possono svolgere attività completamente diverse da quelle che hanno originato la crisi della capogruppo e dunque sono colpite solo indirettamente dalla crisi, qualunque sia la causa della crisi stessa (idiosincratICA o settoriale). Nei gruppi di maggiori dimensioni che adottano una struttura divisionalizzata, la cessione può riguardare società subholding a capo – a loro volta – di una divisione, ovvero di un gruppo di imprese specializzate in una specifica area di business gestite in forma coordinata fra loro.

In questi casi si tratta di società non quotate per le quali non esiste quindi un valore di mercato. Come si ricordava in precedenza qualunque liquidazione necessita sempre di un prezzo di riserva, che:

- nel caso della liquidazione ordinata o accelerata è un prezzo scontato rispetto al valore d'uso di un importo parametrizzato ai costi che alternati-

9 S.Dinc, I.Erel, R.Liao, 2017, Fire sale discount: evidence from the sale of minority equity stakes, *Journal of Financial Economics*, 125, 475-490

vamente l'impresa dovrebbe sostenere se volesse reperire le medesime risorse attraverso nuovi finanziamenti, aumenti di capitale o se volesse rinegoziare le scadenze del debito;

- nel caso della liquidazione forzata invece è un prezzo scontato rispetto al valore intrinseco o fondamentale che al contempo deve garantire il rispetto di due condizioni:
- a. esprimere un valore minimo che garantisca i creditori dall'evitare una svendita della società e che costituisca anche un deterrente a comportamenti opportunistici da parte dei potenziali acquirenti (*insincere bidding*);
  - b. esprimere un valore in grado di attirare l'interesse del più vasto numero possibile di potenziali acquirenti e che quindi non prevenga la partecipazione dei soggetti che a priori possano ritenere di non essere in grado di garantire il massimo e miglior uso all'entità una volta acquistata.

Il prezzo di riserva non è mai comunicato nelle liquidazioni ordinarie o accelerate, mentre nel caso delle liquidazioni forzate può essere mantenuto segreto o viceversa può rappresentare il prezzo base d'asta.

Nel prosieguo l'analisi si concentra sul caso delle liquidazioni forzate di aziende *in bonis* (non quotate) realizzate tramite asta e delle modalità di stima (e di utilizzo) del prezzo di riserva.

#### 4. La liquidazione forzata di aziende *in bonis* tramite asta

Nel paragrafo 2 si è illustrato come le principali finalità che la vendita tramite asta dovrebbe essere in grado di assolvere siano due:

- svelare il valore che l'attività oggetto di cessione può assumere per i potenziali acquirenti;
- accrescere la liquidabilità dell'attività, attirando anche l'interesse di partecipanti diversi dagli acquirenti naturali.

Si è anche mostrato come le diverse tipologie di asta possano condurre a risultati molto lontani da quelli auspicati, se non vi è coerenza fra: le caratteristiche dell'attività oggetto di cessione; le caratteristiche dei potenziali partecipanti all'asta; l'informazione a disposizione dei partecipanti all'asta; la tipologia di asta; la modalità di formazione del prezzo di riserva. La ragione è dovuta

proprio all'incertezza sul valore dell'attività ceduta e sul suo effettivo grado di liquidabilità, che possono indurre – in relazione alle diverse caratteristiche descritte - i partecipanti all'asta a formulare offerte:

- allineate al valore che stimano della società offerta in asta (*sincere bidding*);
- inferiori al valore che stimano della società offerta in asta (*underbidding*);
- superiori al valore che stimano della società offerta in asta (*overbidding*).

Il rischio *overbidding* per i partecipanti all'asta (ed il correlato fenomeno della maledizione del vincitore- c.d. *winner's curse*), da un lato, ed il rischio di *underbidding* per il venditore, dall'altro, costituiscono i principali rischi per le parti coinvolte nel processo d'asta.

È necessario ripercorrere queste considerazioni di ordine generale avendo riguardo al caso della vendita (forzata) dell'azienda *in bonis*. Al riguardo può essere opportuno seguire un percorso strutturato attraverso cinque domande.

La prima domanda da porsi riguarda il fatto se il valore dell'azienda da cedere per i potenziali partecipanti all'asta sia un valore privato (=valore diverso da quelli attribuibili dagli altri partecipanti ed indipendente da quegli stessi valori), o un valore che è funzione del valore attribuito dagli altri partecipanti (=interdipendente), o ancora un valore sconosciuto ma eguale a quello che potrebbero attribuire altri partecipanti (=valore comune). Vediamo perché.

L'azienda da cedere ha un *valore privato* se ciascun partecipante all'asta è in grado di realizzare, con l'acquisizione dell'azienda, sinergie di diversa misura. Ciò significa che l'*investment value* dell'azienda oggetto di cessione è diverso per ciascun partecipante al mercato e non può cambiare anche quando i partecipanti all'asta conoscessero il valore attribuito all'azienda dagli altri partecipanti all'asta.

L'azienda da cedere ha invece un *valore interdipendente* dal valore attribuito dagli altri partecipanti al mercato se ciascun partecipante all'asta, conoscendo le offerte (le valutazioni) degli altri partecipanti modificherebbe la propria. Ad esempio ciò accade quando partecipano all'asta *financial buyer* interessati a rivendere l'attività o locarla o affittarla a terzi dopo l'eventuale acquisto, oppure quando i partecipanti naturali all'asta conoscendo il prezzo che gli altri partecipanti sono disposti a riconoscere, modificherebbero la loro offerta.



Infine, l'azienda da cedere ha un *valore comune* se, una volta svelata l'incertezza, il valore dell'azienda risultasse eguale per tutti i partecipanti all'asta. Ad esempio se un'impresa ha delle opportunità di sviluppo future incerte o subordinate a decisioni di terzi (ad esempio autorizzazioni, rinnovo concessioni, rinnovo licenze, ecc.) solo quando tali opportunità o decisioni si sveleranno si potrà conoscere il valore normale dell'azienda e presumibilmente tutti i partecipanti al mercato riconosceranno quello steso valore.

Nella realtà vi è sempre interdipendenza di valori ed il valore privato ed il valore comune sono due situazioni limite di uno spettro di situazioni in cui l'intensità dell'interdipendenza può essere minore (più vicina al valore privato) o maggiore (più vicina al valore comune). Normalmente l'interdipendenza di valori è tanto maggiore quanto più assume rilevanza la liquabilità dell'azienda sul mercato in relazione ad una sua successiva rivendita, affitto, ecc. e quanto più varie sono le categorie di partecipanti al mercato. Se vi è interdipendenza di valori – come normalmente accade – è necessario costruire un meccanismo d'asta che permetta in qualche fase dell'asta stessa ai partecipanti di conoscere le offerte (o l'offerta più elevata) formulate dagli altri partecipanti. In assenza di tale informazione i partecipanti all'asta temendo il *winner's curse* finiscono con il presentare offerte a prezzi più contenuti, per tutelarsi dal rischio di illiquidità dell'attività eventualmente acquistata.

La seconda domanda da porsi riguarda l'avversione al rischio dei potenziali acquirenti. Per un potenziale acquirente il valore generato dall'acquisto è pari alla differenza fra l'*investment value* ed il prezzo pagato. Maggiore è il prezzo pagato, minore è il valore generato dall'acquisto, ma maggiore è anche la probabilità di risultare vincitore dell'asta. Dunque a minor valore si accompagna minor rischio e viceversa. Un partecipante all'asta avverso al rischio è indotto a formulare un prezzo di offerta alto, mentre un partecipante all'asta amante del rischio preferisce offrire un prezzo contenuto cui si accompagna un eventuale maggior rendimento. Da ultimo il partecipante all'asta potrebbe essere neutrale rispetto al rischio ed offrire quindi il prezzo in grado di massimizzare il valore atteso dall'investimento (= *investment value* – prezzo offerto). Il grado di avversione al rischio è funzione anche delle conseguenze che l'acquisto dell'azienda da parte di un concorrente potrebbe generare.

La terza domanda da porsi riguarda l'esistenza di vincoli finanziari (*budget constraint*) di cui potrebbero soffrire

i partecipanti all'asta. Nel nostro caso tuttavia questo elemento non è particolarmente rilevante in quanto riguarda la vendita di aziende operanti in settori non in crisi, ma assume rilievo con riguardo a due aspetti:

- circostanze eccezionali (come la pandemia da Covid 19) che hanno contribuito a peggiorare il merito del credito di molte imprese;
- una situazione di razionamento di capitale dell'impresa oggetto di cessione in asta, dovuta al fatto che la precedente proprietà (l'impresa in dissesto) non solo non era in grado di fornirle le risorse necessarie allo sviluppo, ma eventualmente drenava anche risorse. Questa circostanza comporta che l'impresa oggetto di cessione in asta richieda di essere ripatrimonializzata o comunque rifinanziata dall'acquirente. Se quest'ultimo soffre di vincoli finanziari la capacità di estrarre valore dall'azienda in vendita può risultare compromessa.

La quarta domanda riguarda la possibilità di attrarre (o meno) diverse categorie di potenziali partecipanti all'asta. La partecipazione di soggetti appartenenti a differenti categorie generalmente comporta che la distribuzione dei possibili valori assegnati all'azienda oggetto di cessione possano essere molto diversi. La distinzione non riguarda solo *strategic buyer* vs. *financial buyer*, ma anche acquirenti di grandi dimensioni vs. acquirenti di dimensioni minori vs. cordate di *strategic buyer* o di *strategic* e *financial buyer* insieme, di soggetti interessati a mantenere l'azienda nella sua interezza o viceversa a procedere ad un *break-up* dopo l'acquisto, ecc. Maggiore è la varietà dei soggetti partecipanti all'asta, maggiore è anche la probabilità di riuscire a spuntare in sede di asta un prezzo più elevato.

La quinta domanda riguarda il rischio di comportamenti opportunistici da parte di "falsi" partecipanti all'asta. L'asta presuppone la condivisione con i potenziali partecipanti di informazione di natura privata riguardante l'azienda oggetto di cessione (*Data Room*). Alcuni concorrenti possono manifestare interesse nei confronti dell'azienda oggetto di cessione semplicemente per acquisire informazioni di natura privata. E' necessario in questi casi predisporre un meccanismo che disincentivi questi comportamenti opportunistici: ad esempio introducendo una *fee* per l'accesso all'informazione privata proporzionale alla rilevanza di quest'ultima per i partecipanti al mercato.

Le risposte a queste domande permettono di compren-

dere come dovrebbe essere strutturata l'asta. Nel nostro paese le procedure fallimentari seguono un meccanismo d'asta fondata sul prezzo più elevato in busta chiusa (*first-price sealed auction*). Tuttavia è possibile, nell'ambito di questa tipologia di asta introdurre delle varianti, quali ad esempio: l'introduzione di un prezzo base d'asta o di una riserva di prezzo segreta; più *round* di aste con comunicazione delle offerte o dell'offerta più vantaggiosa nel round precedente e/o del prezzo di riserva; e *fee* più o meno elevate per accedere alla *Data Room*.

La scelta del meccanismo d'asta assume particolare importanza per l'esperto chiamato ad effettuare la valutazione dell'azienda oggetto di cessione. Molte aste hanno cattivo esito semplicemente perché viene fissato come prezzo base d'asta il valore di mercato o il valore fondamentale dell'azienda oggetto di cessione. In questo modo si disincentiva la partecipazione all'asta con l'effetto di ottenere un risultato largamente insoddisfacente. La ragione è dovuta al fatto che la partecipazione all'asta è costosa e se il prezzo base d'asta, non configura alcun vantaggio rispetto ad una normale negoziazione sul libero mercato i soggetti che ritengono di avere meno probabilità di risultare aggiudicatari rinunciano a parteciparvi, mentre i soggetti che ritengono di avere maggiori probabilità sfruttano a proprio vantaggio il bisogno di vendere della procedura.

Nel capitolo che segue è affrontato il tema della valutazione dell'azienda *in bonis* da offrire in asta.

### 5. La valutazione dell'azienda *in bonis* da offrire in asta

Quando si è chiamati a valutare un'azienda *in bonis* da vendere in asta è necessario innanzitutto aver presenti alcune circostanze, che si devono riflettere sul valore dell'impresa:

- a) la vendita in asta generalmente non prevede alcuna garanzia a favore dell'acquirente su contenziosi (presenti o futuri), su passività potenziali, su danni ambientali, ecc. Ciò trasferisce in capo all'acquirente il rischio che le passività possano risultare considerevolmente superiori al valore medio atteso (accolti nella valutazione). A solo titolo di esempio se un contenzioso può comportare un esborso di 100 con probabilità del 10%, il valore atteso della passività è 10, ma vi è il rischio di dover far fronte a 100 ed il prezzo che dovrebbe essere riconosciuto ad un terzo per il trasferimento della passività è certamente più elevato di 10 ed è funzione della diversificabilità del rischio e della dimensione del rischio stesso;
- b) l'azienda benchè *in bonis* può aver sofferto o soffrire delle difficoltà finanziarie della capogruppo, sia per l'assenza di finanziamenti adeguati, sia per l'impossibilità di avviare nuove iniziative, sia per il sistematico drenaggio di risorse da parte della capogruppo che può aver ingenerato minori manutenzioni, tensioni con fornitori e clienti, tensioni con risorse chiave all'interno dell'azienda. L'azienda pur *in bonis* può aver sofferto di costi indiretti di dissesto per "induzione" dalla controllante;
- c) l'ispezione fisica degli impianti, dei magazzini, ecc. nelle realtà aziendali molto complesse, può non essere possibile perché richiederebbe tempi troppo lunghi. Dunque l'acquirente non conosce il reale stato delle attività d'impresa;
- d) la procedura attraverso l'asta può perseguire oltre alla finalità del massimo prezzo di cessione anche altri obiettivi: la tenuta dell'occupazione, il mantenimento della sede dell'impresa nella provincia o nella regione, un livello minimo di investimenti, ecc.;
- e) il prezzo di acquisto deve essere regolato *cash* (non sono previsti acquisti né per carta né misti: carta o cassa o con obbligazioni dell'acquirente);
- f) i meccanismi di aggiustamento prezzo che possono essere inseriti nella procedura d'asta si riferiscono in genere solo a variazioni della posizione finanziaria netta, e non possono riguardare il raggiungimento di taluni obiettivi o *milestone* futuri (attraverso calusole di *earn-out*). Ciò comporta ad esempio che non si possa aggiustare il prezzo sulla base dell'eventuale crescita futura effettivamente realizzata e quindi nel caso di aziende con opportunità di crescita future gli offerenti debbano formulare previsioni. Per queste ragioni nel caso di imprese di dimensioni non piccole e con buone opportunità di crescita la procedura può far predisporre un piano assoggettato ad IBR (*Independent Business Review*) o comunque composto con l'ausilio di *advisor* in forme che permetta ai partecipanti all'asta di disporre di una verifica di ragionevolezza dei flussi prospettici. Tuttavia il valore della possibile crescita futura rimane la componente di valore più incerta e l'asta deve essere in grado di svelare anche questa componente di valore sconosciuto.

Questi elementi permettono di comprendere come sia molto difficile in questi casi calcolare un valore di mercato dell'azienda oggetto di cessione. L'unico valore che è possibile stimare è un valore fondamentale (o intrinseco) dell'impresa "as is -where is", ovvero un valore in atto che escluda il valore della crescita futura. Questo valore espresso al netto dei minuendi legati al rischio delle passività esprime il valore al quale i creditori (e la curatela) rinunciano con la vendita. Questo valore non è il valore di riserva in una liquidazione forzata, ma la base per la stima del valore di riserva.

A questo riguardo occorre muovere dalle evidenze rilette in letteratura e già precedentemente richiamate secondo cui:

- le vendite in asta di aziende *distressed* se alimentano un'adeguata competizione fra potenziali acquirenti permettono di non riconoscere sconti rispetto al valore fondamentale;
- le vendite forzate di partecipazioni di minoranza in società quotate *in bonis* da parte di aziende *distressed* evidenziano sconti in media pari all'8%, crescenti al crescere dell'interessenza ceduta (fino al 14% per interessenze pari o superiori al 5%) rispetto alla quotazione ante cessione;
- lo sconto implicito nella cessione dei pacchetti di minoranza non permane sul mercato dopo la vendita, segno che lo sconto non riguarda il valore fondamentale dell'entità partecipata.

L'apparente contrasto delle evidenze trova una sua ragionevole spiegazione se si considera che:

- a) l'asta è un meccanismo di vendita efficiente quando vi è incertezza sul valore associato all'attività da cedere. Nel caso di vendita di partecipazioni di minoranza di società quotate il valore della partecipazione è noto e non vi è nulla da svelare;
- b) l'asta senza base d'asta favorisce la partecipazione di potenziali acquirenti di differenti categorie e questa circostanza a parità di condizioni accresce la competizione e favorisce la formazione di *sincere bid*;
- c) l'asta di attività per le quali è ragionevole attendersi una interdipendenza di valori (e le aziende sono sicuramente fra queste attività) massimizza la competizione fra i *bidder* se svela le offerte degli altri partecipanti al mercato. Nel caso delle aste automatiche in Svezia – da cui è tratta l'analisi di assenza di sconti da parte di Eckbo e Thorburn

– i prezzi offerti sono noti a tutti trattandosi di aste aperte (*open auction*), nel nostro caso, invece, poiché le procedure di liquidazione prevedono meccanismi d'asta a busta chiusa (*sealed auction*) è consigliabile strutturare l'asta in più fasi e svelare i prezzi offerti dagli altri partecipanti all'asta o il miglior offerto nella fase precedente ed eventualmente il prezzo di riserva sino ad allora mantenuto segreto.

Il risultato dell'asta dovrebbe condurre a realizzare un prezzo sostanzialmente allineato al valore fondamentale (o intrinseco) dell'azienda (in assenza di crescita) o un prezzo superiore (in presenza di crescita), ma attraverso un processo che per stimolare la domanda deve muovere da un prezzo di riserva a sconto rispetto al valore intrinseco (che finisce con il diventare il prezzo obiettivo minimo dell'esito dell'asta). Il prezzo di riserva non esprime il risultato obiettivo dell'asta, ma un prezzo ragionevolmente conveniente così da permettere anche ai partecipanti che possono ritenere di avere meno probabilità di successo di parteciparvi. L'esperto deve quindi esprimere due valori: il valore fondamentale (aggiustato per considerare i vincoli imposti all'acquirente, l'assenza di garanzie, i rischi connessi alle passività potenziali, ecc.) ed il valore di riserva. Poiché quest'ultimo è ricavato dal primo, occorre partire dal valore fondamentale.

L'analisi del caso può permettere di illustrare come può essere affrontato il problema valutativo e quali possano essere i possibili esiti.

## 6. Il caso della vendita in asta di un gruppo di aziende nel settore ambiente da parte di una procedura

Il caso riguarda la vendita in asta di un gruppo molto esteso (composto da partecipazioni in circa 60 società fra controllate e collegate) operante nel settore dell'ambiente e gestite in forma integrata. Il gruppo assume una struttura piramidale ed è strutturato su cinque livelli partecipativi, con la partecipazione di soci terzi a tutti i livelli della piramide. Si tratta di un settore regolamentato caratterizzato dunque da molte possibili discontinuità (ad esempio concessioni di ampliamento di discariche) ed al contempo caratterizzato da opportunità di sviluppo, legate tuttavia ad una condizione operativa libera dai condizionamenti dell'essere partecipata da una capogruppo in liquidazione coatta amministrativa.

Già prima dell'asta era stato pubblicato sulla stampa nazionale ed internazionale un invito a manifestare un

interesse non vincolante per l'acquisto delle società del gruppo eventualmente separabile in due perimetri relativamente alle aree geografiche di operatività delle società. Le manifestazioni di interesse hanno riguardato nove soggetti che si sono pronunciati a favore dell'acquisto dell'intero gruppo e non dei perimetri separati.

A valle di questa raccolta di manifestazioni di interesse è stato predisposto il disciplinare di gara per la cessione in asta dell'intero perimetro.

Il disciplinare di gara fissa numerosi vincoli all'acquirente:

- a) il mantenimento della sede legale ed operativa per almeno 3 anni;
- b) impegni di stabilità occupazionale nel rispetto di livelli minimi sempre per almeno 3 anni;
- c) obbligo di investimento minimo per il triennio successivo all'acquisto corrispondente in ammontare al totale degli investimenti da piano;

e prevede:

- 1) l'assenza di qualsivoglia garanzia a favore dell'acquirente al di fuori di quelle minime che consentono all'acquirente di stipulare un'eventuale polizza assicurativa;
- 2) la possibilità di offerte di acquisto congiunte fra più partecipanti;
- 3) l'accreditamento alla procedura di vendita attraverso il versamento di una *entry fee* (scalata dal prezzo in caso di acquisto, altrimenti trattenuta dalla procedura);
- 4) l'inserimento in *Data Room* dei piani di ciascuna delle principali società del Gruppo formulati con l'ausilio di un *advisor* esterno. Per le partecipazioni più rilevanti sono stati costruiti due piani: un piano inerziale ed un piano *full potential* che considera anche i risultati che potrebbero essere ottenuti grazie all'avvio di nuove iniziative non ancora autorizzate o viceversa non ancora realizzate dalle società per vincoli finanziari;
- 5) la formulazione di offerte sulla base di tre fasi:
  - a. fase 1: manifestazione di interesse attraverso un'offerta non vincolante prima dell'accesso alla *Data Room*, accompagnata dall'attestazione di una banca che certifichi che il soggetto offerente (non il gruppo di cui fa parte) sia in grado di far fronte finanziariamente all'offerta;
  - b. fase 2: formulazione dell'offerta vincolante dopo l'accesso alla *Data Room* e l'attività di *Due Dili-*

*gence* virtuale e versamento del 10% a titolo di caparra (o garanzia bancaria corrispondente) e presentazione dell'attestazione di una banca che certifichi che il soggetto offerente sia in grado di far fronte finanziariamente all'offerta;

- c. fase 3: ammissione alla fase di rilancio a partecipazione ristretta. Se le offerte presentate risultano inferiori al prezzo di riserva (segreto), viene comunicato ai partecipanti il prezzo di riserva. Quando il numero dei partecipanti è pari a tre o superiore, è ammesso al rilancio un numero di partecipanti inferiore al numero dei soggetti che hanno presentato domande vincolanti. Il numero massimo di partecipanti ammessi alla fase di rilancio è pari a cinque. Ciò significa che per non essere esclusi nella fase del rilancio, in presenza di molte offerte vincolanti, è necessario posizionarsi entro le prime offerte in graduatoria di prezzo offerto. In coincidenza con l'ammissione alla fase di rilancio viene comunicato anche il prezzo più elevato offerto nella fase precedente.

Pertanto nella terza ed ultima fase i partecipanti all'asta conoscono il prezzo massimo offerto nella fase precedente e, nel caso in cui tale prezzo sia inferiore al prezzo di riserva anche il prezzo di riserva.

In caso di formulazione di offerte nella terza fase inferiori al prezzo di riserva il Commissario si riserva di non procedere all'aggiudicazione.

La stima del valore fondamentale si è basata sulla seguente architettura di impianto valutativo:

- a) è stata effettuata una valutazione analitica di ciascuna società appartenente al gruppo con la ricostruzione del valore della holding attraverso un'analisi dal basso verso l'alto, con progressiva valorizzazione della società partecipante di livello superiore attraverso la somma fra il valore del *core business* della partecipante e del valore pro-quota della partecipata espresso al netto dell'eventuale gravame fiscale in regime Pex. Non è stato applicato alcun premio per il controllo. Trattandosi di un gruppo integrato, la valutazione delle singole società non esprime il loro valore *stand alone*, ma il valore che esse apportano al gruppo di cui fanno parte;
- b) per le società che dispongono di piani, la valutazione si è fondata sul criterio DCF *asset side* ancorato ai piani inerziali (senza considerare

- i piani di sviluppo) in quanto il valore fondamentale o intrinseco esprime un valore in atto. Il valore delle potenzialità future, rappresenta la parte incerta di valore, che deve essere svelata dal processo d'asta;
- c) per le società (minori) prive di piano, per le quali potesse essere assunta una vita indefinita, la valutazione si fonda su un criterio reddituale sintetico *asset side*;
  - d) per le altre società (minori) la valutazione si è fondata su un criterio patrimoniale;
  - e) il valore attuale dei flussi di cassa in uscita relativi agli investimenti minimi obbligatori (minuendo) è stato calcolato sulla base di un tasso privo di rischio (in quanto si tratta di un'obbligazione certa per il potenziale acquirente);
  - f) il DCF ed il criterio reddituale puro sono stati applicati nella versione APV (*Adjusted Present Value*), dove i flussi di cassa o redditi operativi ed i risparmi fiscali sugli oneri finanziari sono stati attualizzati al costo del capitale *unlevered*;
  - g) per alcune società (discariche, impianti fotovoltaici, ecc.) si è adottata una prospettiva reddituale finita;
  - h) per la holding e le subholding è stato stimato l'holding discount sulla base del valore attuale dei costi di struttura.

Non è stato considerato invece il costo della polizza assicurativa in quanto è stato assimilato ad un costo di transazione (al pari delle spese relative alla procedura di gara).

Ottenuto il valore fondamentale della capogruppo che esprime il valore cui i creditori dell'entità fallita rinunciano, è stato ricavato il prezzo base d'asta sulla base dell'applicazione di uno sconto. La misura dello sconto è stata fatta coincidere con la misura massima (14%) dello sconto rilevata nello studio di Dinc, Rel e Liao in precedenza citato. Lo sconto è stato applicato esclusivamente al valore della capogruppo e non alle singole società partecipate. Come si è già rilevato in precedenza il prezzo di riserva non costituisce una stima del prezzo più probabile che può essere ricavato dall'asta, ma piuttosto il prezzo limite in grado di attirare il maggior numero di potenziali acquirenti, senza tuttavia fornire una indicazione distorta del valore fondamentale (come potrebbe verificarsi se lo sconto applicato fosse eccessivo).

Per svolgere il proprio ruolo, il prezzo di riserva deve essere credibile e per questo occorre che:

- a) rappresenti un valore scontato rispetto al valore fondamentale (come dimostra l'insuccesso di molte aste che assumono come prezzo di riserva o peggio ancora come base d'asta il valore fondamentale o di mercato dell'attività da cedere);
- b) rappresenti un valore credibile, nel senso che rispecchi un valore che i partecipanti al mercato riconoscano come un valore scontato rispetto al giusto valore fondamentale;
- c) rappresenti un deterrente alla collusione fra i partecipanti all'asta, nel senso che il prezzo di riserva segreto è comunicato ai partecipanti all'esito della seconda fase se tutte le offerte sono inferiori a quel prezzo.

Dunque stimato pari a 100 il valore fondamentale il prezzo di riserva è stato posto pari ad 86.

A fronte della manifestazione di interesse da parte di otto soggetti, gli accreditati all'accesso alla *Data Room* sono risultati sette (uno dei soggetti che aveva manifestato interesse ha rinunciato). Dei sette accreditati solo due hanno presentato un'offerta vincolante (i restanti cinque soggetti non hanno partecipato per ragioni diverse: due soggetti probabilmente erano solo interessati a raccogliere informazioni su un concorrente; due soggetti non hanno potuto partecipare in quanto i rispettivi consigli di amministrazione erano in rinnovo; un soggetto straniero non ha partecipato a seguito delle vicende legate al Covid. Entrambe le offerte erano inferiori al prezzo di riserva e la seconda offerta era considerevolmente inferiore al prezzo di riserva pari all'incirca al 55% del valore fondamentale ed al 67% del valore di riserva. Prima del rilancio veniva reso noto il valore di riserva ed il massimo prezzo offerto nella fase precedente. Al termine della fase di rilancio il soggetto che era risultato secondo nella fase di presentazione delle offerte vincolanti risultava vincitore con un prezzo pari a 105. L'asta si è chiusa dunque con un prezzo che riconosce un premio rispetto al valore fondamentale (nessuno sconto). Il soggetto vincitore ha rilanciato la sua offerta della fase precedente dell'80%. L'asta si è chiusa con successo. Il prezzo finale ha svelato il valore delle potenzialità legate alle nuove iniziative (pari al 5% del valore in atto). Le ragioni del successo vanno ascritte al meccanismo d'asta ed alla credibilità dei valori stimati: il valore di riserva, comunicato ai partecipanti all'asta ed il valore fondamentale, non comunicato, ma che esprimendo un valore in atto ha consentito di svelare il valore potenziale di crescita.



## 7. Conclusioni

La vendita in asta di aziende *in bonis* costituisce una fattispecie di liquidazione forzata diversa da quella che caratterizza la cessione atomistica di attività da parte di aziende in crisi. La cessione di singole attività quando riguarda settori in crisi soffre della circostanza che i potenziali acquirenti in grado di garantire il massimo e miglior uso alle attività soffrono, in virtù della crisi, dell'indisponibilità dei mezzi finanziari necessari ad acquistare le attività e dunque gli unici potenziali acquirenti sono soggetti finanziari, interessati all'acquisto solo a condizioni vantaggiose per poter locare l'attività a *strategic buyer* e cedere poi l'attività a prezzi più elevati superata la crisi. Diversa è invece l'esperienza relativa alla vendita di aziende in funzionamento. L'esperienza svedese dell'asta automatica delle aziende insolventi, mostra come i prezzi di aggiudicazione delle aziende per le quali vi siano state manifestazioni di interesse all'acquisto dell'azienda in continuità piuttosto che dell'acquisto frazionato delle singole attività non evidenzino in media alcuno sconto rispetto al valore fondamentale delle aziende stesse. Si tratta tuttavia di "aste aperte a primo prezzo" (*first price open auction*).

Nei fallimenti o nelle liquidazioni coatte amministrative, nel nostro Paese, l'asta assume la forma "a primo prezzo in busta chiusa" (*first price sealed auction*). Spesso tuttavia nel nostro Paese queste vendite comportano sconti significativi nel prezzo di aggiudicazione, in quanto nel caso in cui l'asta vada deserta normalmente si applicano i criteri dell'art. 591 c.p.c. che prevede una riduzione di prezzo base del 25% ad ogni asta successiva. Uno degli errori più frequenti delle aste in parola consiste nella fissazione di un prezzo base d'asta corrispondente al valore di mercato (nel caso di attività) o al valore fondamentale o intrinseco (nel caso di aziende). L'errore consiste nel ritenere che il prezzo base d'asta debba corrispondere al valore medio più probabile che ci si attenderebbe di realizzare in una negoziazione diretta. Far coincidere il prezzo base d'asta con il prezzo che sarebbe richiesto in una negoziazione diretta disinnesca il meccanismo competitivo alla base dell'asta, perché disincentiva i partecipanti con minori probabilità di assegnazione a partecipare all'asta e lascia liberi i partecipanti con maggiore probabilità di vincita di adottare comportamenti opportunistici a proprio favore. L'asta si trasforma così nei fatti in un'asta "chiusa" a prezzo segreto a prezzo decrescente (per via della riduzione del 25% del prezzo ad ogni asta) con risultati insoddisfacenti, ma del tutto allineati a quanto prevedibile sulla base della teoria delle aste.

L'articolo riporta un caso in cui nella liquidazione coatta amministrativa di un gruppo di aziende *in bonis* (ancorché sofferenti di alcuni costi indiretti di dissesto) si è seguita una strada diversa nella gestione dell'asta. Infatti, pur adottando la forma dell'asta a primo prezzo a busta chiusa, la procedura ha adottato delle scelte importanti:

- a) non ha adottato alcun prezzo base d'asta;
- b) ha strutturato l'asta in tre fasi, riconducibili a: 1) manifestazione d'interesse con offerta non vincolante ed *entry fee*; 2) offerta vincolante; 3) rilanci;
- c) ha previsto ad esito della fase 2: 1) la comunicazione degli ammessi alla fase di rilancio; 2) il prezzo massimo offerto nella fase 2 e; 3) la comunicazione del prezzo di riserva segreto nel caso in cui le offerte fossero risultate inferiori a tale prezzo, come effettivamente avvenuto;
- d) ha potuto contare su un prezzo di riserva credibile che ha stimolato rilanci di dimensione molto rilevante da parte dei partecipanti, con ribaltamento della graduatoria fra l'esito della fase 2 (ante comunicazione del prezzo di riserva) e la fase 3 (post comunicazione del prezzo di riserva).

Il prezzo di riserva è stato stimato applicando uno sconto del 14% al valore fondamentale o intrinseco della società (capogruppo) posta in vendita tramite asta.

Lo sconto è allineato allo sconto massimo rilevato dallo studio di Dinc, Erel e Liao del 2017 relativamente alla cessione di partecipazioni in società quotate *in bonis* da parte di imprese *distressed*. Benché riferita a partecipazioni di minoranza, l'evidenza riportata nell'articolo si riferisce infatti a:

- a) vendite forzate;
- b) di partecipazioni;
- c) in società quotate;
- d) detenute da società *distressed*;

e dunque esprime una misura più precisa e appropriata rispetto ad altre misure di sconti relative a "*forced sales*" presenti in letteratura e riferibili rispettivamente alla vendita forzata di attività reali prive di mercato attivo oppure alla vendita di pacchetti azionari in società quotate da parte di fondi comuni d'investimento nelle fasi in cui sono costretti a cedere parte del portafoglio per far fronte ai riscatti. Infatti si tratta di sconti "temporanei" in quanto lo studio evidenzia che non hanno effetti (al contrario delle cessioni dei fondi comuni d'investimento) duraturi sul valore delle società quotate cui le partecipazioni cedute si riferiscono.

Il valore intrinseco è invece stato stimato sulla base del valore fondamentale della società (gruppo) nella prospettiva “*as is where is*” ed esprime pertanto un valore in atto. Il valore potenziale del gruppo legato a nuove iniziative subordinate ad autorizzazioni, concessioni e ad investimenti che il gruppo nelle attuali condizioni non è in grado di realizzare costituiva la parte di valore “ignota” che il meccanismo d’asta è stato in grado di svelare. Il caso illustra come a fronte di un valore fondamentale

di 100, un prezzo di riserva pari ad 86, una prima offerta vincolante del soggetto che è poi risultato vincitore di 55, lo stesso soggetto ha rilanciato ad un prezzo di 104 riconoscendo tutto il valore fondamentale ed un premio per le opportunità di sviluppo pari al 4%.

Il caso è esemplificativo di come valutazioni corrette possano aiutare le procedure di liquidazione di aziende in crisi.