



Lo sconto da vendita accelerata/forzata tra teoria ed evidenze empiriche

Prof. Enrico Gonnella
Associato di Economia Aziendale – Docente di Valutazione d'azienda
Università di Pisa

Con la collaborazione scientifica di **ACOVA**
la cultura del valore

1

Agenda

- 1. Considerazioni introduttive**
- 2. Metodi specifici per la valutazione delle aziende in crisi**
- 3. Mercato di riferimento e configurazioni di valore**
- 4. Ricerca empirica sullo “sconto per vendita forzata” nelle procedure concorsuali**
- 5. La stima dell'eventuale “sconto per vendita forzata”**

2

Effetti degli errori di stima nelle valutazioni di aziende in crisi



3

Matrice dei possibili scenari valutativi (per aziende avviate)

	LIBERO MERCATO	MERCATO DELLE VENDITE FORZATE
AZIENDE SANE (o rami d'azienda o partecipazioni)	Valutazione con metodi tradizionali 1	Valutazione con metodi tradizionali ed eventuale "sconto per vendita forzata" 2
AZIENDE IN CRISI (o rami d'azienda o partecipazioni)	Valutazione con metodi specifici per aziende in crisi 3	Valutazione con metodi specifici per aziende in crisi ed eventuale "sconto per vendita forzata" 4

Sconto per vendita accelerata?

Fonte: Enrico Gonnella, *Appunti del Corso di Valutazione d'azienda*, Pisa, 2022

4

Agenda

1. Considerazioni introduttive

2. Metodi specifici per la valutazione delle aziende in crisi

3. Mercato di riferimento e configurazioni di valore

4. Ricerca empirica sullo “sconto per vendita forzata” nelle procedure concorsuali

5. La stima dell'eventuale “sconto per vendita forzata”

Metodi di valutazione specifici per le aziende in crisi

I tradizionali metodi di valutazione assumono l'ipotesi del **going concern**, escludendo possibili minacce alla continuazione dell'attività aziendale.

- **Valutazione con il DCF** – L'ipotesi della continuità aziendale si manifesta soprattutto nel calcolo del valore terminale, che di solito è basato su una vita infinita e su flussi di cassa in continua crescita;
- **Valutazione con i Multipli** – L'ipotesi della continuità aziendale è implicita giacché l'azienda target viene stimata in base ai prezzi negoziati sul mercato per società comparabili prevalentemente sane, ossia in stato di equilibrio economico-finanziario.

Quando, però, esiste una probabilità significativa che un'azienda non sopravviva in un futuro prossimo, i modelli di valutazione tradizionali non sono più idonei, perché tendono a sovrastimare il valore. È necessario passare a modelli alternativi che tengano conto della **probabilità di default**

Le probabilità di default

Global Corporate Average Cumulative Default Rates (1981-2020) (%)

Rating	--Time horizon (years)--														
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
AAA	0.00	0.03	0.13	0.24	0.34	0.45	0.51	0.59	0.64	0.70	0.72	0.75	0.78	0.84	0.90
AA	0.02	0.06	0.11	0.21	0.30	0.41	0.49	0.56	0.63	0.70	0.76	0.82	0.88	0.93	0.99
A	0.05	0.13	0.22	0.33	0.46	0.60	0.76	0.90	1.05	1.20	1.34	1.46	1.59	1.71	1.84
BBB	0.16	0.43	0.75	1.14	1.54	1.94	2.27	2.61	2.93	3.24	3.55	3.80	4.03	4.28	4.54
BB	0.63	1.93	3.46	4.99	6.43	7.75	8.89	9.90	10.82	11.64	12.33	12.99	13.59	14.09	14.65
B	3.34	7.80	11.75	14.89	17.35	19.36	20.99	22.31	23.50	24.62	25.58	26.31	26.99	27.63	28.24
CCC/C	28.30	38.33	43.42	46.36	48.58	49.61	50.75	51.49	52.16	52.76	53.21	53.68	54.23	54.69	54.76
Investment grade	0.09	0.24	0.41	0.63	0.86	1.09	1.30	1.50	1.69	1.88	2.05	2.20	2.35	2.49	2.65
Speculative grade	3.71	7.19	10.18	12.63	14.64	16.30	17.68	18.83	19.86	20.81	21.61	22.29	22.93	23.49	24.04
All rated	1.53	3.00	4.27	5.35	6.25	7.01	7.64	8.18	8.67	9.12	9.50	9.83	10.13	10.41	10.69

Sources: S&P Global Ratings Research and S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

ACOVA – La cultura del valore

ACOVA

Associazione Commercialisti Valutatori - www.acova.it

7

7

Modified Discounted Cash Flow Valuation

Valutazione (Modified DCF)	2021E	2022E	2023E	2024*	2025E
FCFO	651.230	640.210	598.521	582.043	500.251
Probabilità di continuazione (1-probabilità di default)	71,70%	61,67%	56,58%	53,64%	51,42%
FCFO <i>Adjusted</i>	466.932	394.818	338.643	312.208	257.229
Tasso di attualizzazione (WACC)	8,00%				
Fattori di attualizzazione	0,9259	0,8573	0,7938	0,7350	0,6806
FCFO <i>Adjusted</i> attualizzati	432.344	338.492	268.826	229.482	175.066
Somma FCFO <i>Adjusted</i> attualizzati (a)					1.444.210
<i>Terminal Value</i>					3.421.726
Fattore di attualizzazione del <i>Terminal Value</i>					0,6806
<i>Terminal Value</i> attualizzato (b)					2.328.769
ENTERPRISE VALUE (c) = (a) + (b)					3.772.980
Posizione Finanziaria Netta (d)					(2.100.000)
EQUITY VALUE (e) = (c) ± (d)					1.672.980
Rounded					1.670.000

Stima del <i>Terminal Value</i> (DCF)		Analisi di Sensitività (metodo DCF)			
		WACC			
		8,25%	8,00%	7,75%	
FCFO a regime	506.754				
Tasso di crescita in perpetuità (g)	1,30%				
Probabilità di continuazione (1-probabilità di default)	45,24%				
FCFO <i>Adjusted</i>	229.256				
Tasso di attualizzazione (WACC)	8,00%				
Fattore di capitalizzazione (WACC - g)	6,70%				
TERMINAL VALUE (31.12.2025)	3.421.726				
		1,05%	1,30%	1,55%	
		1.472.521	1.554.863	1.643.350	
		1.583.670	1.672.980	1.769.212	
		1.702.936	1.800.064	1.905.026	

ACOVA – La cultura del valore

ACOVA

Associazione Commercialisti Valutatori - www.acova.it

8

8

Agenda

1. Considerazioni introduttive

2. Metodi specifici per la valutazione delle aziende in crisi

3. Mercato di riferimento e configurazioni di valore

4. Ricerca empirica sullo “sconto per vendita forzata” nelle procedure concorsuali

5. La stima dell'eventuale “sconto per vendita forzata”

9

Libero mercato vs. Mercato delle vendite forzate

LIBERO MERCATO

1. Libertà di iniziativa
2. Tempi più lunghi per promozione e commercializzazione
3. Possibilità di rilascio di garanzie sulla vendita
4. Possibilità di effettuare un'adeguata attività di *due diligence* da parte di potenziali acquirenti
5. Tempi più ampi per la provvista dei capitali occorrenti
6. Possibilità di pagamento a dilazione
7. Più ampia platea di soggetti offerenti

MERCATO DELLE VENDITE FORZATE

1. Costrizione alla vendita
2. Tempi ristretti per promozione e commercializzazione
3. Assenza di garanzie sulla vendita
4. Difficoltà nell'effettuare un'adeguata attività di *due diligence* da parte dei potenziali acquirenti
5. Tempi ristretti per la provvista dei capitali occorrenti
6. Pagamento “a pronti”
7. Ridotta platea di soggetti offerenti

10

La configurazione del Valore di mercato

IVS 104 Bases of Value

- 30.1. **Market Value** is the estimated amount for which an *asset* or liability *should* exchange on the valuation date between a willing buyer and a willing seller in an arm's length transaction, after proper marketing and where the parties had each acted knowledgeably, prudently and without compulsion.
- 30.3. The concept of **Market Value** presumes a price negotiated in an **open and competitive market** where the *participants* are acting freely [...]

PIV I.6.3

Il **valore di mercato** di un'attività reale o finanziaria (o di un'entità aziendale) o di una passività è il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere)

11

La configurazione del Valore di smobilizzo

PIV I.6.7

Il **valore di smobilizzo** è un prezzo fattibile in condizioni non ordinarie di chiusura del ciclo di investimento. Il valore cauzionale è un particolare valore di smobilizzo definito *ex ante*. Il valore di liquidazione (ordinaria o forzata) è un particolare valore di smobilizzo.

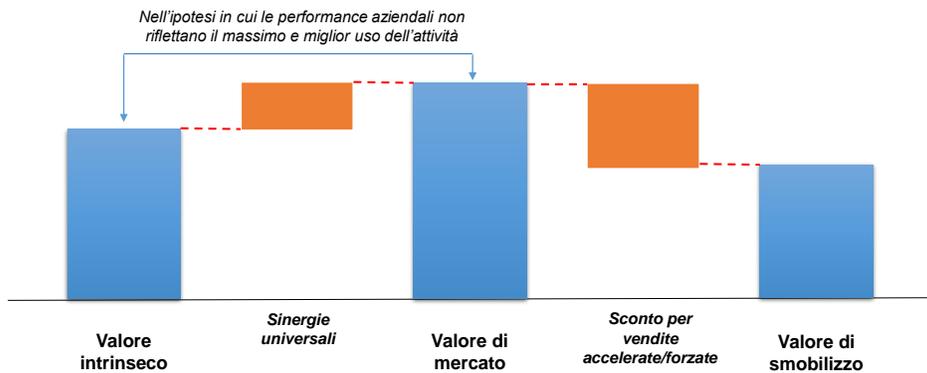
Commento

Di solito il valore di smobilizzo emerge quando non è rispettata la conclusione naturale dell'investimento (ad esempio perché si alienano attrezzature che erano state acquisite per un utilizzo indefinitivo); quando si accelerano i tempi, risentendo delle condizioni di liquidità del mercato (come avviene nelle vendite effettuate in tempi rapidi, indipendentemente dal motivo); quando viene modificata la fisionomia dell'oggetto della valutazione per favorirne la cessione [...].

Il valore di liquidazione è un particolare valore di smobilizzo. La liquidazione può essere ordinaria o forzata. In una liquidazione forzata, i tempi di cessione sono così ristretti da non consentire un'adeguata commercializzazione dell'attività [...]. Inoltre nella liquidazione forzata il venditore è obbligato a vendere e ciò lo pone in condizioni di debolezza contrattuale. **Spesse volte la liquidazione forzata avviene tramite asta. Normalmente le cessioni tramite asta a seguito di liquidazioni forzate evidenziano significativi sconti rispetto alle vendite di beni comparabili realizzate sul libero mercato.**

12

Le diverse configurazioni di valore nel caso di vendita accelerata/forzata



ACOVA – La cultura del valore

Associazione COmmercialisti Valutatori - www.acova.it

ACOVA

13

13

Agenda

1. Considerazioni introduttive
2. Metodi specifici per la valutazione delle aziende in crisi
3. Mercato di riferimento e configurazioni di valore
4. Ricerca empirica sullo “sconto per vendita forzata” nelle procedure concorsuali
5. La stima dell’eventuale “sconto per vendita forzata”

ACOVA – La cultura del valore

Associazione COmmercialisti Valutatori - www.acova.it

ACOVA

14

14

Oggetto e domande di ricerca

Oggetto della ricerca



AZIENDE E RAMI D'AZIENDA

Domande di ricerca



1. Verificare se nel mercato italiano delle aziende cedute tramite aste fallimentari emergano **differenze negative tra il valore stimato dall'esperto** incaricato di redigere la stima ai sensi dell'art. 107 L.F. e il **prezzo di aggiudicazione pagato dall'acquirente**, ossia se si registrino **sconti legati alla particolare modalità di cessione, ovvero la "vendita forzata" (forced sale discounts)**
2. In caso affermativo, valutare se l'entità dello sconto vari in base ai seguenti fattori:
 - Natura dell'oggetto di vendita (azienda o ramo d'azienda)
 - Settore produttivo di riferimento
 - Tipo di procedura concorsuale
 - Presenza/assenza di un contratto di affitto d'azienda
 - Valore economico del complesso aziendale negoziato
 - Numero di aste necessarie per l'aggiudicazione

ACOVA – La cultura del valore

ACOVA

Associazione COmmercialisti Valutatori - www.acova.it

15

15

Definizione del campione

Aste Giudiziarie in Linea S.p.A.

1828
aziende/rami d'azienda e
aggregati patrimoniali

Scrematura del
campione

Campione finale:
72 casi

• **Solo aste concluse con esito "aggiudicato" e prezzo di aggiudicazione disponibile (2013-2018)**

• **Esclusi i seguenti casi:**

- Aggregati patrimoniali di beni mobili
- Valutazioni a stralcio di singoli beni
- Relazioni di valutazione che già presentavano uno sconto riferibile alle vendite fallimentari
- Relazioni di valutazione viziate da palesi errori di stima
- Dati su prezzi di aggiudicazione indiscutibilmente errati
- Oggetto della valutazione diverso dall'oggetto di vendita
- Assenza relazione di stima
- Valore di stima del complesso aziendale inferiore a 250.000 euro
- Vendite farmacie per il particolare momento attraversato dal settore

Materiale analizzato:

- Relazioni di stima ex art. 107 L.F. del complesso aziendale oggetto di vendita
- Avvisi di vendita
- Avvisi di invito alla presentazione di offerte migliorative
- Informazioni su prezzi di aggiudicazione, data della vendita, numero di aste bandite, ecc.

ACOVA – La cultura del valore

ACOVA

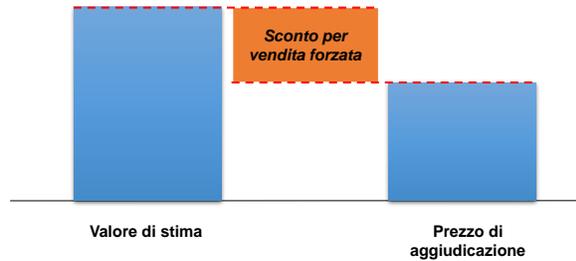
Associazione COmmercialisti Valutatori - www.acova.it

16

16

Modalità di calcolo dello “sconto per vendita forzata”

$$\text{SCONTO/PREMIO} = (\text{Prezzo di aggiudicazione} - \text{Valore di stima}) / \text{Valore di stima}$$



Estratto del database (esempio)

Tribunale	Procedura	Tipologia di asset	Valore di stima	Numero di aste bandite	Prezzo di aggiudicazione	Sconto per vendita forzata(%)
Roma	Fallimento	Cessione di azienda	6.300.000,00	4	3.230.000,00	-48,73%

ACOVA – La cultura del valore

ACOVA

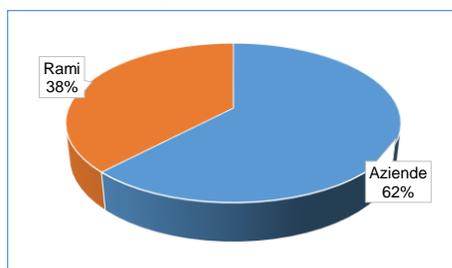
Associazione COmmercialisti Valutatori - www.acova.it

17

17

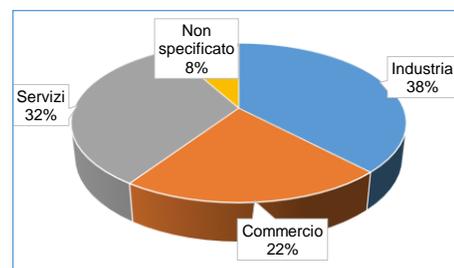
Distribuzione del campione (1)

Distribuzione del campione per tipologia di complesso aziendale



Aziende	46
Rami d'azienda	28

Distribuzione del campione per settore produttivo



Industria	28
Commercio	16
Servizi	24
Non specificato	6

ACOVA – La cultura del valore

ACOVA

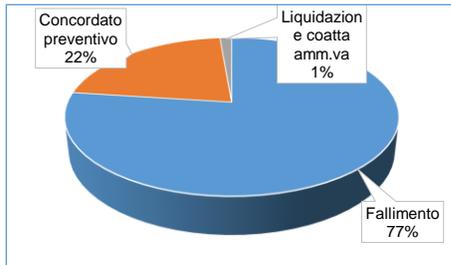
Associazione COmmercialisti Valutatori - www.acova.it

18

18

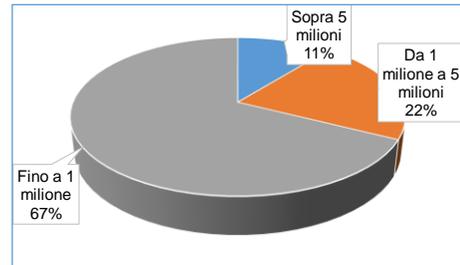
Distribuzione del campione (2)

Distribuzione del campione per tipologia di procedura



Fallimento	57
Concordato preventivo	16
Liquidazione coatta amm.	1

Distribuzione del campione per valore economico del complesso aziendale



Sopra 5 milioni	8
Da 1 milione a 5 milioni	16
Fino a 1 milione	50

ACOVA – La cultura del valore

ACOVA

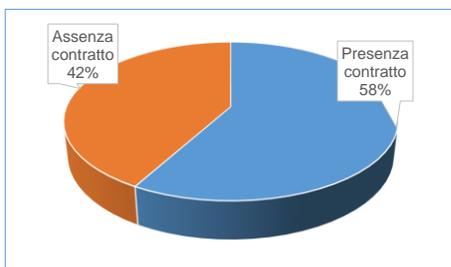
Associazione COmmercialisti Valutatori - www.acova.it

19

19

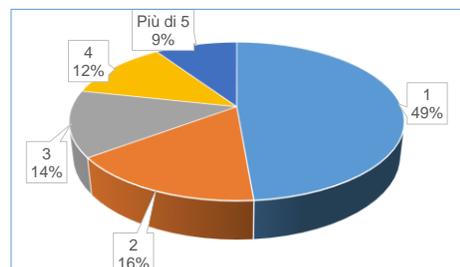
Distribuzione del campione (3)

Distribuzione del campione per presenza/assenza contratto di affitto



Presenza contratto	43
Assenza contratto	31

Distribuzione del campione per numero di aste bandite



1	36
2	12
3	10
4	9
Più di 5	7

ACOVA – La cultura del valore

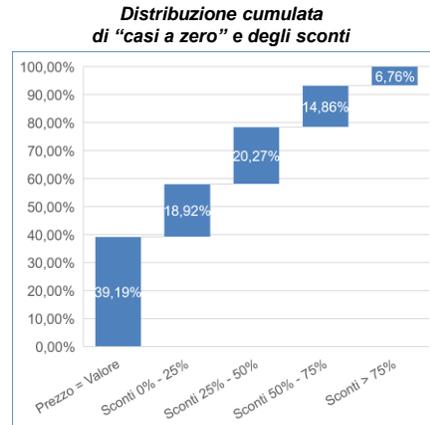
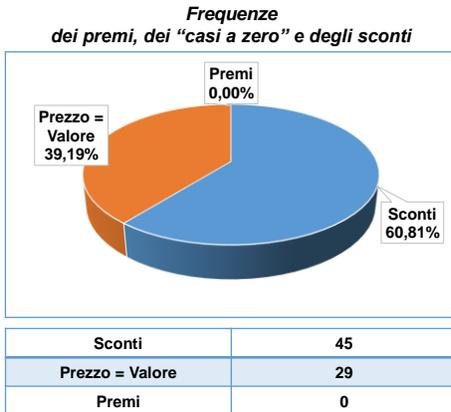
ACOVA

Associazione COmmercialisti Valutatori - www.acova.it

20

20

Risultati generali dell'indagine sullo "sconto per vendita forzata" (1)



ACOVA – La cultura del valore

Associazione **CO**mmercialisti **VA**lutatori - www.acova.it

21

21

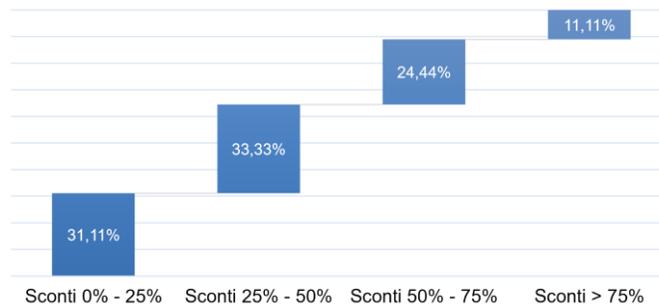
21

Risultati generali dell'indagine sullo "sconto per vendita forzata" (2)

SCONTO MEDIO, MEDIANO, MINIMO E MASSIMO DEL CAMPIONE

Sconto medio	Sconto mediano	Dev. St.	Min	Max
41,77%	40,14%	22,56%	0,39%	89,93%

Distribuzione cumulata delle frequenze per classi di sconti



ACOVA – La cultura del valore

Associazione **CO**mmercialisti **VA**lutatori - www.acova.it

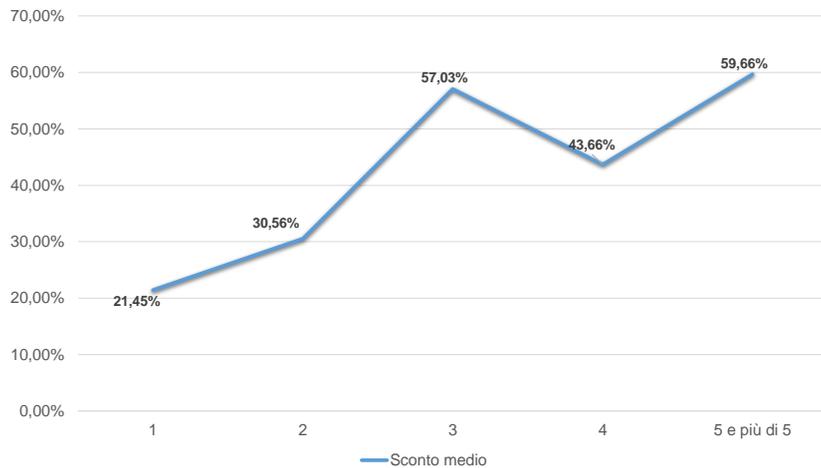
ACOVA

22

22

22

Variabilità dello “sconto per vendita forzata” in funzione del numero di aste bandite



ACOVA – La cultura del valore

Associazione COmmercialisti Valutatori - www.acova.it

ACOVA

23

23

Implicazioni per gli esperti di valutazione

1. Non sempre i complessi aziendali sono aggiudicati a sconto, anzi non di rado il loro prezzo di aggiudicazione coincide con il valore di stima formulato dall'esperto incaricato dagli organi della procedura;
2. Quando i complessi aziendali vengono aggiudicati a sconto la misura di questo è estremamente variabile;
3. Lo sconto, nei casi in cui si rileva, assume valori diversi in funzione dei fattori riportati nella ricerca empirica:
 - **Natura complesso aziendale**
 - **Tipologia procedura concorsuale**
 - **Presenza/assenza contratto di affitto d'azienda**
 - **Valore economico del complesso aziendale negoziato**

ACOVA – La cultura del valore

Associazione COmmercialisti Valutatori - www.acova.it

ACOVA

24

24

Agenda

1. Considerazioni introduttive
2. Metodi specifici per la valutazione delle aziende in crisi
3. Mercato di riferimento e configurazioni di valore
4. Ricerca empirica sullo “sconto per vendita forzata” nelle procedure concorsuali
5. La stima dell'eventuale “sconto per vendita forzata”

25

Elementi di giudizio per l'eventuale stima dello “sconto per vendita forzata”

- Offerta sul mercato di aziende similari
- Platea dei soggetti potenzialmente interessati a rilevare l'azienda o il ramo d'azienda
- Tempi a disposizione dei potenziali acquirenti per l'attività di *due diligence*
- Presenza/assenza di manifestazione di interesse per l'acquisto del complesso aziendale
- Presenza/assenza di offerta irrevocabile acquisto del complesso aziendale
- Presenza/assenza di garanzie rilasciate sull'offerta irrevocabile di acquisto
- Orizzonte temporale della vendita
- Altri fattori specifici

26

Esempio di stima dello sconto per vendita forzata fallimentare

Data	Importo	Tipologia	Esito
05/09/2014	13'238'599	senza incanto	deserta
23/09/2014	13'238'599	con incanto	non aggiudicata
24/02/2015	9'928'949	senza incanto	deserta
10/03/2015	9'928'949	con incanto	deserta
30/03/2016	9'928'949	senza incanto	Aggiudicata a 10.010.100

Valori in €

Base d'asta	13'238'599
Prezzo Aggiudicazione	10'010'100
Risk Free	0,27%
Tempo tra prima asta e vendita	1,57
Valore attuale Prezzo Aggiudicazione	9'968'680
Sconto	-24,70%

Fonte: dati estratti a mezzo stampa. Ai fini della successione dei diversi tentativi di vendita, si è fatto uso delle informazioni riportate nel portale www.astegudizzare.it

Valore in €

Valore di mercato	47.692.433	49.746.000
Sconto in sede di asta pubblica	-24,70%	-24,70%
Valore di liquidazione forzata	35.912.402	37.458.738

ACOVA – La cultura del valore



27

Associazione COmmercialisti Valutatori - www.acova.it

27

Esempio di valutazione di un marchio con applicazione dello sconto per vendita forzata fallimentare

Valutazione del Marchio	
Ricavi commesse	14.540.000
Royalty Rate implicito	1,77%
Royalties lorde	257.384
Costi di conservazione	-176.137
Royalties lorde al netto dei costi di conservazione	81.246
Imposte (27,90%)	-22.668
Royalties nette	58.579
Tasso di attualizzazione	8,77%
Numero di anni	10
Valore intrinseco del marchio	379.741
Tax Amortization Benefit (TAB)	49.711
Valore del Marchio (condizioni normali di vendita)	429.452
Bankruptcy Discount (16%)	-68.712
Valore del Marchio (vendita forzata in continuità aziendale)	360.739

ACOVA – La cultura del valore



28

Associazione COmmercialisti Valutatori - www.acova.it

28

Per approfondimenti:

Gonnella E. e Talarico L., *Lo “sconto per vendita forzata” nella cessione di aziende in ambito fallimentare: prime riflessioni*, in M. Romano (a cura di), “Premi e sconti nella valutazione delle aziende”, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2021, pagg. 243-291.



CONTATTI

ENRICO GONNELLA
Professore Associato di Economia Aziendale - Università di Pisa
Dottore Commercialista e Revisore Legale
Studio: Viale San Concordio, 399
55100 - LUCCA
Email: e.gonnella@studiogonnella.net
Web: <https://studiogonnella.net/>

ACOVA – La cultura del valore

Associazione **CO**mmercialisti **VA**lutori - www.acova.it

ACOVA

29