



LA STIMA DEL CANONE DI AFFITTO (DEI RAMI) DELL'AZIENDA

Dott. Andrea Rey
*Ricercatore in Economia Aziendale
Università degli studi di Napoli
«Federico II»*
Dottore Commercialista

INDICE

- ❑ Introduzione
- ❑ Alcuni cenni sui profili civilistici del contratto di affitto d'azienda
- ❑ L'affitto d'azienda e le procedure concorsuali
- ❑ La determinazione del canone di locazione d'azienda nelle procedure concorsuali
- ❑ La determinazione del canone congruo nelle procedure concorsuali



PROGRAMMA

□ Introduzione

DOTT. ANDREA REY

LA STIMA DEL CANONE DI AFFITTO (DEI RAMI) DELL'AZIENDA



INTRODUZIONE

□ L'istituto dell'affitto d'azienda può essere considerato un'operazione di natura straordinaria mediante la quale un'impresa (**locatore**) attribuisce a un'altra (**affittuario**) il diritto alla gestione di un'azienda o ramo d'azienda dietro il pagamento di un corrispettivo. L'affitto può essere strutturato come operazione autonoma oppure finalizzata al compimento di successive operazioni quali ad esempio la cessione.



PROGRAMMA

- ❑ Alcuni cenni sui profili civilistici del contratto di affitto d'azienda



ALCUNI CENNI SUI PROFILI CIVILISTICI DEL CONTRATTO DI AFFITTO D'AZIENDA

- ❑ L'affittuario deve esercitare l'azienda **sotto la “ditta”** che la contraddistingue, evitando qualunque azione che possa depauperare l'avviamento positivo commerciale eventualmente presente a danno del locatore.
- ❑ L'affittuario è tenuto a **gestire** il complesso aziendale senza modificarne la destinazione, preservando l'organizzazione e la gestione di persone e beni.
- ❑ Deve pertanto essere considerata **illegittima ogni variazione** nella composizione dell'azienda che possa pregiudicarne l'avviamento o modificarne l'identità.



ALCUNI CENNI SUI PROFILI CIVILISTICI DEL CONTRATTO DI AFFITTO D'AZIENDA

- ❑ Al fine di stabilire l'eventuale danno provocato nella gestione dal conduttore al locatore, l'atto con cui si stipula il contratto di affitto d'azienda è solitamente completato da un **inventario** di consegna dei beni che rientrano nell'azienda oggetto di locazione.
- ❑ La differenza tra le consistenze d'inventario all'inizio ed alla conclusione del periodo di affitto d'azienda **deve essere regolata in denaro** sulla base dei valori correnti alla scadenza del contratto. (Art.2561, comma 4 c.c.)

$$\text{Conguaglio} = \text{Valore Economico}_t - \text{Valore Economico}_x$$

$$\text{Conguaglio} = \text{Valore Patrimoniale}_t - \text{Valore Patrimoniale}_x$$

Dove

t = anno in cui termina l'affitto

x = anno in cui inizia l'affitto

Per il valore economico, è preferibile una metodologia come quella mista (Stima autonoma del Goodwill).



PROGRAMMA

☐ L'affitto d'azienda e le procedure concorsuali



L'AFFITTO D'AZIENDA E LE PROCEDURE CONCURSUALI

□ Il contratto di locazione d'azienda può riguardare la fase **prefallimentare** (ex art. 79 l.f.). La scelta di onorare o meno il contratto di affitto è condizionata dalla volontà del curatore o dell'affittuario.

- ❖ Nel caso in cui il **contratto sia in essere al momento della dichiarazione del fallimento**, la valutazione di prosecuzione interesserà sicuramente il curatore ma anche l'affittuario, che potrebbe essere intimorito dalla procedura in atto o, viceversa, vedere nella medesima un'opportunità per proporre al curatore l'acquisto dell'azienda o del ramo d'azienda oggetto di contratto. Dal canto suo, il curatore è tenuto a comprendere se le motivazioni alla base della stipula del contratto di affitto *ab origine* possano essere considerate idonee a giustificare la sua prosecuzione.
- ❖ Occorrerebbe, infatti, capire se l'imprenditore fallendo abbia scelto di cedere in affitto la propria azienda, allo scopo di assicurarsi un'entrata costante di liquidità atta a pagare i debiti della società (scongiurando così il pericolo del fallimento), oppure abbia utilizzato il contratto d'affitto per motivazioni che in alcuni casi potrebbero rivelarsi fraudolente (c.d. *distrazione*). A tal proposito, è necessario che il curatore verifichi, ad esempio, **la congruità del canone**.



L'AFFITTO D'AZIENDA E LE PROCEDURE CONCURSUALI

- ❑ Il contratto di locazione d'azienda può riguardare la fase **endofallimentare**, quale opzione per la tutela del patrimonio della società fallita (ex art. 104 bis l.f.). Solo il curatore che propone questa tipologia contrattuale, sentito il comitato dei creditori e previa autorizzazione del giudice delegato, può scegliere di onorare o meno il contratto di affitto. La legge fallimentare in modo più esplicito pone l'accento sulla **congruità del canone e sulla pubblicità dell'operazione**

- ❑ «*La scelta dell'affittuario è effettuata dal curatore a norma dell'articolo 107, sulla base di stima, assicurando, con adeguate forme di pubblicità, la massima informazione e partecipazione degli interessati. La **scelta dell'affittuario deve tenere conto**, oltre che dell'**ammontare del canone offerto**, delle **garanzie prestate** e della **attendibilità del piano di prosecuzione delle attività imprenditoriali**, avuto riguardo alla conservazione dei **livelli occupazionali**» (art.104bis, comma 2 L.f.)*

- ❑ È naturale che nella fattispecie, il curatore dovrà verificare:
 - ❖ la liquidità che può essere ricavata dall'affitto dell'azienda e dalla sua successiva cessione, rispetto alle somme che si possono ricavare dalla immediata cessione unitaria della medesima oppure di suoi rami;
 - ❖ la liquidità che potrebbe derivare dalla dismissione dei singoli beni che costituiscono il complesso aziendale;
 - ❖ la valutazione delle garanzie prestate dal conduttore;
 - ❖ gli effetti fiscali che potrebbero derivare dalla scelta dell'affitto piuttosto che dalla vendita;
 - ❖ il livello occupazionale, e quindi una valutazione di carattere sociale, che si potrebbe preservare non procedendo alla immediata vendita unitaria o mediante smembramento del complesso di beni. (Diritto di prelazione legale sull'acquisto dell'azienda)



PROGRAMMA

- ❑ La determinazione del canone di locazione d'azienda nelle procedure concorsuali



LA DETERMINAZIONE DEL CANONE DI LOCAZIONE D'AZIENDA NELLE PROCEDURE CONCORDATARIE

La centralità del ruolo del curatore nella scelta dell'affittuario e la discrezionalità allo stesso attribuita nel contenuto delle prescrizioni stabilite dalla legge è stata più volte chiarita dalla giurisprudenza di merito la quale ha stabilito che *«la riforma delle procedure concorsuali ha privato il Giudice Delegato della direzione del fallimento e quindi della possibilità di ingerenza sull'opportunità e sulla discrezionalità dell'attività gestoria del curatore»*, mettendo inoltre in evidenza che *«l'art. 104 bis l.f. è norma imperativa, applicabile, quale lex generalis, senza alcuna necessità di richiamo nel bando di gara che, costituendo lex specialis, non può da essa prescindere. E tale norma non prevede alcuna gerarchia tra i criteri di valutazione per la scelta dell'affittuario, non escludendo quindi che il curatore possa optare per quella che, pur proponendo un canone inferiore, preveda per i suoi ulteriori requisiti, la possibilità di ottenere in sede di vendita un maggiore realizzo»* (Tribunale di Taranto, decreto del 23 dicembre 2013).



LA DETERMINAZIONE DEL CANONE DI LOCAZIONE D'AZIENDA NELLE PROCEDURE CONCORSUALI

La scelta dell'affittuario deve tenere conto, oltre che dell'ammontare del **canone offerto**, anche delle **garanzie prestate**, dell'**attendibilità del piano di prosecuzione delle attività imprenditoriali**, avuto riguardo alla **conservazione dei livelli occupazionali**.

In tale ottica, risulta fondamentale il ruolo del curatore per la corretta applicazione delle prescrizioni previste dalla legge ed in particolare per la quantificazione del canone di affitto e la durata del relativo contratto.

È bene ribadire, infatti, che **la scelta di idonei criteri** per la quantificazione del canone di affitto è rimessa al prudente apprezzamento del **consulente** che, come è noto, viene nominato dal curatore fallimentare.



PROGRAMMA

- ❑ La determinazione del canone congruo nelle procedure concorsuali



LA DETERMINAZIONE DEL CANONE CONGRUO NELLE PROCEDURE CONCORSUALI

Il tema dell'affitto d'azienda nell'ambito delle procedure concorsuali andrebbe affrontato valutando, in via preliminare, la convenienza tra (I) **affitto** e (II) **gestione diretta**. In buona sostanza, si tratterebbe di quantificare un canone minimo di break even che eguagli i benefici prodotti dalla gestione diretta rispetto alla locazione

$$VA_{AF(L)} = VA_{GD(L)}$$

$$\sum Ft_{AF(L)} / (1 + K_{AF(L)})_t = \sum Ft_{GD(L)} / (1 + K_{GD(L)})_t$$

$VA_{AF(L)}$ = valore attuale dei canoni di affitto, netti d'imposta, per il locatore

$Ft_{AF(L)}$ = canoni agli anni 1, 2...n

$K_{AF(L)}$ = tasso di attualizzazione, per il locatore, dei canoni attesi

$VA_{GD(L)}$ = valore attuale dei flussi, netti d'imposta, derivanti dalla gestione diretta

$Ft_{GD(L)}$ = flussi derivanti dalla gestione diretta agli anni 1, 2...n

$K_{GD(L)}$ = tasso di attualizzazione dei flussi derivanti dalla gestione diretta

se $VA_{AF(L)} > VA_{GD(L)}$ conviene affitto d'azienda

se $VA_{AF(L)} < VA_{GD(L)}$ conviene esercizio provvisorio o gestione diretta



LA DETERMINAZIONE DEL CANONE CONGRUO NELLE PROCEDURE CONCORSUALI

Con particolare riferimento alla gestione diretta in caso di fallimento, va osservato che il curatore, sovente, non dispone delle competenze necessarie a tal fine e, quindi, l'affitto può rappresentare l'unica modalità di conservazione dei valori aziendali. In tale ambito, può accadere che:

1. il contratto di affitto sia stato stipulato **prima** del fallimento talché il curatore ne **debba valutare la convenienza** anche con riferimento al canone pattuito;
2. il contratto di affitto **non** sia stato formalizzato **prima** del fallimento, ma il curatore ritenga tale opzione obbligatoria per la conservazione del valore del complesso aziendale al fine di una successiva alienazione. Pertanto, è necessario che richieda una stima a un esperto e pubblicizzi la proposta d'affitto al fine di ottenere la massima informazione e partecipazione degli interessati.

In entrambe le situazioni prospettate, è necessario definire un canone economicamente adeguato per la
procedura



LA DETERMINAZIONE DEL CANONE CONGRUO NELLE PROCEDURE CONCORSUALI

CASO 1. PROCEDURA «BASE»

$$CCAA = W * i$$

CCAA = Congruo Canone Affitto dell'Azienda.

W = Valore Economico Azienda calcolato con il **Metodo Patrimoniale Semplice o Complesso**

Si fa ricorso a grandezze *stock*/patrimoniali e non a grandezze flusso in quanto i flussi attesi rappresenterebbero l'incognita da determinare producendo problemi di circolarità

i = Tasso di Remunerazione, calcolato con il Capital Asset Pricing Model (CAPM). Il WACC può essere utilizzato quando viene concesso in affitto solamente l'attivo operativo.

In caso di fallimento, bisognerebbe sottrarre dal valore, l'ammontare di una correzione reddituale, quantificata attualizzando i differenziali tra redditi congrui e redditi normalizzati realizzabili nei successivi 3-5 esercizi



LA DETERMINAZIONE DEL CANONE CONGRUO NELLE PROCEDURE CONCORSUALI

CASO 2. AFFITTO DECISO NELL'AMBITO DI UNA PROCEDURA FALLIMENTARE

$$CCAA = W * \alpha$$

- CCAA = Congruo Canone Affitto dell'Azienda.
- W = Valore Economico Azienda calcolato con il Metodo Patrimoniale Semplice o Complesso
- α = percentuale che dovrebbe essere inversamente proporzionale alla deperibilità delle componenti immateriali d'azienda. Assume un valore compreso tra lo 0% e la redditività normale di settore



LA DETERMINAZIONE DEL CANONE CONGRUO NELLE PROCEDURE CONCORSUALI

CASO 3. AFFITTO DECISO NELL'AMBITO DI UNA PROCEDURA FALLIMENTARE.
Rischio di insolvenza del conduttore e riduzione del valore dell'avviamento

$$CCAA = V * t$$

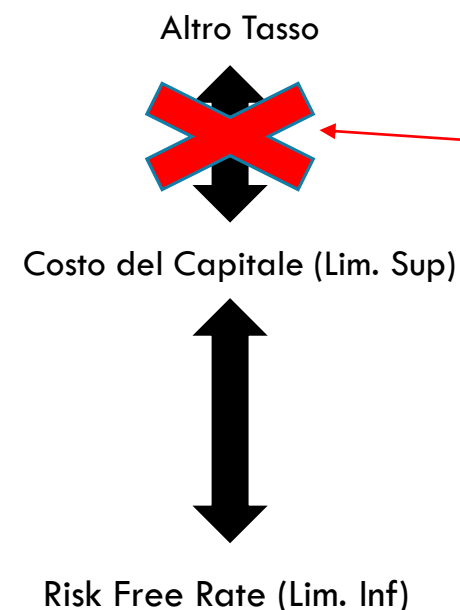
- CCAA = Congruo Canone Affitto dell'Azienda.
- V = **Valore d'uso del patrimonio locato**. E' dato dalla sommatoria dei flussi attesi dal capitale dell'azienda oggetto del contratto di affitto ($\sum Ft AF (L)$)
- t = tasso di congrua remunerazione dell'investimento effettuato. Dovrebbe essere determinato considerando innanzitutto il **rischio di insolvenza del conduttore** ossia l'alea legata alla possibilità che non sia in grado di fronteggiare gli impegni assunti con l'accordo. Il **che dipende**, da un lato, **dalla situazione economico-finanziaria dell'affittuario**, dall'altro, dalle **garanzie che assistono il contratto**. **Inoltre**, qualora le differenze inventariali che si manifestano dall'inizio alla fine del contratto non vengano determinate con riferimento alla variazione di capitale economico, ma solamente in relazione alle modifiche nelle consistenze patrimoniali, **il locatore sopporta anche un rischio derivante dalla possibile riduzione del valore dell'avviamento**. Anch'esso andrebbe considerato nel tasso impiegato per determinare il canone di locazione



LA DETERMINAZIONE DEL CANONE CONGRUO NELLE PROCEDURE CONCORSUALI

TASSO DI RENDIMENTO

- ❑ Il tasso di rendimento andrebbe quantificato in relazione all'alea sopportata dal locatore che dipende da una pluralità di fattori quali il rischio operativo, il livello di solidità del conduttore, le garanzie prestate.
- ❑ La grandezza oggetto di analisi può attestarsi a un livello non lontano dal **free risk rate** nel caso che il **rischio operativo sia contenuto** e, soprattutto, **il conduttore abbia una notevole solidità patrimoniale**. In tale situazione, il locatore matura crediti per canoni nei confronti dell'affittuario caratterizzati da un livello di rischio molto basso talché il tasso da utilizzare non può discostarsi in modo significativo dal saggio privo di rischio.
- ❑ Qualora **il rischio operativo sia elevato** e, soprattutto, **il conduttore presenti alcune difficoltà da un punto di vista di solidità patrimoniale, aumenta in modo rilevante l'alea gravante sul locatore**. In tale situazione, il locatore matura crediti per canoni verso l'affittuario contraddistinti da un grado di rischio elevato talché il tasso da utilizzare tende ad avvicinarsi al **costo del capitale** dell'azienda oggetto d'affitto.



Il canone di locazione non può essere determinato applicando un saggio maggiore del costo del capitale perché - in situazioni normali - supererebbe i redditi attesi dal conduttore e, quindi, non vi sarebbe nessuna convenienza a gestire l'azienda.



LA DETERMINAZIONE DEL CANONE CONGRUO NELLE PROCEDURE CONCORSUALI

CASO 1). Il proprietario si accolla esclusivamente il rischio di mancata riscossione dei canoni

L'affitto di azienda è **assimilabile a un'operazione di finanziamento** nella quale il **capitale prestato è il valore dell'azienda** e **i canoni rappresentano la remunerazione periodica** assegnata al locatore. In altre parole, è come se il **proprietario prestasse alla controparte una somma di denaro (valore iniziale dell'azienda)** e ricevesse una serie di **remunerazioni periodiche (canoni)** e, **a conclusione del periodo di riferimento, la restituzione del capitale (valore finale dell'azienda)**. È evidente che tale situazione si verifica solamente se il capitale restituito (valore finale azienda) equivale a quello prestato (valore iniziale azienda), tenendo conto anche degli *intangibles*.

$$CCAA = W * i$$

☐ CCAA = Congruo Canone Affitto dell'Azienda.

☐ W = Valore Economico Azienda calcolato con il Metodo Patrimoniale Semplice o Complesso

Si fa ricorso a grandezze *stock*/patrimoniali e non a grandezze flusso in quanto i flussi attesi rappresenterebbero l'incognita da determinare producendo problemi di circolarità

☐ *i* = Tasso che riflette il rischio di inadempimento della controparte. Può essere determinato facendo riferimento, in via preliminare, al **costo medio del debito** dell'azienda oggetto del contratto d'affitto. Tale tasso può essere desunto dalla documentazione bancaria disponibile oppure, in mancanza della stessa, tramite i dati di bilancio.

Dati:

Debiti finanziari (anno -1) pari a Euro 1.000.000;

Debiti finanziari (anno 0) pari a Euro 1.200.000;

Oneri Finanziari (anno 0) Euro 50.000

$i = \text{Oneri Finanziari (anno 0)} / \text{Media (debiti finanziari anni -1;0)}$

$$i = 50.000 / \text{Media (1.000.000; 1.200.000)}$$

$$i = 50.000 / 1.100.000$$

$$i = 4,55\%$$

i riflette il rischio di inadempimento della controparte e non sempre può essere quantificato stimando il costo medio del debito. Per esempio, se l'affittuario prestasse garanzie che renderebbero certo l'incasso del canone, il tasso *i* dovrebbe essere posto pari al *free risk rate*.



LA DETERMINAZIONE DEL CANONE CONGRUO NELLE PROCEDURE CONCORSUALI

CASO 2. Il proprietario si accolla anche l'alea derivante da eventuali variazioni negative di valore dell'azienda attribuibili a cattiva conduzione da parte dell'affittuario

Se il proprietario si accolla anche l'alea derivante da eventuali variazioni negative di valore dell'azienda attribuibili a cattiva gestione da parte del conduttore, l'affitto non può essere assimilato a un'operazione di finanziamento in quanto il rischio è costituito da due componenti: (1) un rischio di credito derivante dal **possibile inadempimento** della controparte; (2) un'alea riconducibile alla **cattiva conduzione** dell'azienda da parte dell'affittuario.

$$CCAA = W * (i+s)$$

☐ CCAA = Congruo Canone Affitto dell'Azienda.

☐ W = Valore Economico Azienda calcolato con il Metodo Patrimoniale Semplice o Complesso

☐ i = Tasso che riflette il rischio di inadempimento della controparte. Può essere determinato facendo riferimento, in via preliminare, al **costo medio del debito** dell'azienda oggetto del contratto d'affitto. Tale tasso può essere desunto dalla documentazione bancaria disponibile oppure, in mancanza della stessa, tramite i dati di bilancio.

☐ s = **Maggiorazione del saggio associata all'alea derivante da cattiva gestione.**

Qualora l'affittuario avesse capacità strategiche e gestionali in grado di favorire un accrescimento del valore aziendale, la componente **s anziché essere positiva potrebbe essere negativa** ossia il canone di affitto potrebbe addirittura essere inferiore a quello determinabile in una situazione di equivalenza a un'operazione di finanziamento.

Nel caso di procedure concorsuali, **il prezzo di vendita è quasi sempre definito in sede di formulazione del contratto**; in questa situazione, **il proprietario non si accolla nessun rischio di variazione negativa del valore e, quindi, la variabile s assume valore nullo.**



LA DETERMINAZIONE DEL CANONE CONGRUO NELLE PROCEDURE CONCORDSUALI

CASO 3. Contratto di affitto a cui segue la cessione dell'azienda

Nelle procedure concorsuali, è frequente la situazione nella quale l'affittuario corrisponde una pluralità di canoni in conto prezzo e, in seguito, è obbligato ad acquistare il complesso aziendale. **In caso di concordato preventivo, l'obbligo di acquisire l'azienda e saldare il prezzo è spesso condizionato all'omologa. Anche in questo caso, il contratto è in larga parte assimilabile a un finanziamento** in quanto si tratta di un'operazione di vendita a rate con la quale il proprietario concede all'affittuario la possibilità di un pagamento dilazionato del prezzo. Per tale motivazione, il concordato preventivo caratterizzato da affitto e successiva vendita dell'azienda, da un punto di vista tecnico-aziendale, **non può essere qualificato in continuità, ma liquidatorio**. Infatti, **la posizione del ricorrente è molto simile a quella di un creditore giacché il rischio dell'operazione dipende dall'inadempimento della controparte**. Viceversa, nel concordato in continuità, i risultati dell'organizzazione imprenditoriale ammessa alla procedura dovrebbero dipendere dalle dinamiche competitive del contesto nel quale opera e dalle sue capacità di anticipazione e risposta.

Quando si pattuisce che il contratto di affitto è seguito dalla vendita, il rendimento dell'investimento finanziario dell'alienante può essere calcolato considerando:

- la durata dell'affitto;
- i canoni periodicamente pagati;
- il saldo del prezzo
- il valore dell'azienda che richiede un'apposita stima.

DATI:

- la durata dell'affitto sia di 2 anni;
- i canoni annuali siano pari a Euro 90.000;
- il saldo sia di Euro 950.000;
- il valore dell'azienda sia di Euro 1.000.000.

- un'uscita finanziaria di Euro 1.000.000 (valore azienda);
- due entrate di Euro 90.000 ciascuna (canoni periodici) nelle annualità 1 e 2;
- un'entrata di Euro 950.000 (saldo prezzo) nell'annualità 2.

TIR = 6,58%

Per verificare la congruità dell'anzidetto importo, è possibile partire da saggi free risk ed applicare ad essi uno spread che tenga conto dell'alea dell'operazione dipendente dalla capacità di rimborso dell'affittuario e da eventuali garanzie rilasciate (CASO 2)



CONCLUSIONE

Grazie per l'attenzione

Dott. Andrea Rey

andrea.rey@unina.it

