

La valutazione della congruità del canone di affitto di azienda nelle procedure concorsuali: alcune riflessioni alla luce del recente documento del Cndcec

di Massimo Buongiorno - Docente di Finanza aziendale presso l'Università Bocconi di Milano e Ca' Foscari di Venezia

Il Cndcec ha pubblicato nello scorso mese di marzo un documento che ripensa alla valutazione della congruità del canone di affitto di azienda nelle procedure concorsuali.

L'opportunità di una nuova riflessione sul punto viene anche dall'introduzione del nuovo articolo 162-bis, L.F. che impone l'obbligo di procedura competitiva anche per l'affitto d'azienda.

Il documento del Cndcec propone interessanti spunti che verranno esaminati nel presente lavoro, dopo un inquadramento generale del problema.

La congruità del canone di affitto: considerazioni generali

La stima della congruità del canone di affitto di azienda è tradizionalmente un tema complesso poiché è il risultato del combinarsi di aspetti giuridici, contrattuali ed economici.

L'affitto è regolato dall'articolo 2561, cod. civ., che, tra le altre prescrizioni, stabilisce che la differenza tra le consistenze d'inventario tra l'inizio e la fine del contratto debbano essere regolate in denaro sulla base dei valori correnti.

Ciò implica che debba essere attribuito un valore ai beni aziendali nel momento iniziale del contratto e verificato nel momento finale in modo da consentire il conguaglio delle differenze.

Con questa prescrizione, il Legislatore ha inteso tutelare il concedente dal rischio che nel corso dell'affitto possa dissolversi, quantomeno in parte, il valore originario del compendio aziendale affittato.

Nella pratica di queste operazioni, però, è frequente che il contratto di affitto preveda una deroga a tale prescrizione per evitare le complessità che ne derivano che sono spesso in contrasto con la necessità di procedere rapidamente al trasferimento della gestione dell'azienda ad altro soggetto economico.

La tutela del concedente viene allora traslata nel canone di affitto che incorpora una remunerazione del rischio di perdita di valore del compendio. Si può pensare a tale componente come a una sorta di premio assicurativo implicito nel canone.

La seconda e prevalente componente del canone rappresenta la contropartita che il concedente rice-

ve, a fronte del trasferimento a terzi della gestione aziendale e del godimento dei frutti che ne derivano. Il canone viene quindi a compensare la perdita di redditività in capo al proprietario dell'azienda e può essere letto come un costo-opportunità commisurato alla redditività in condizioni normali di mercato dell'azienda affittata.

Infine, si dovrà tenere conto del rischio di insolvenza dell'affittuario e della relativa probabilità che il concedente non percepisca effettivamente alcuna remunerazione nell'ipotesi di *default* della sua controparte contrattuale.

In questo caso, il canone è assimilabile al *credit spread* richiesto dagli intermediari finanziari nelle decisioni di affidamento. La triplice natura del canone (premio assicurativo, costo opportunità e *credit spread*) pone difficoltà valutative di non poco momento.

La stima del costo-opportunità

La componente di remunerazione a fronte del trasferimento della gestione e del godimento dell'azienda è elemento imprescindibile in ogni affitto e sarà sempre considerata nel canone.

Sotto questo profilo di analisi, il canone da corrispondere equivale al rendimento che il concedente avrebbe ottenuto cedendo l'azienda e reinvestendo il corrispettivo sul mercato a parità di livello di rischio.

Pertanto, ai fini della determinazione del valore congruo del canone di affitto è necessario:

1. stimare il valore del compendio aziendale oggetto di affitto;

2. stimare il rendimento normale ottenibile da tale compendio;
3. definire il valore del canone o un intervallo di ragionevolezza moltiplicando i risultati dei punti 1 e 2.

Con riferimento al primo punto, vi è da chiedersi quale sia la configurazione di valore di adottare nei termini dei Piv - Principi italiani di valutazione di recente introduzione¹.

Tali Principi costituiscono le linee guida alle quali il professionista dovrebbe attenersi nello svolgimento di una valutazione finanziaria quale sicuramente è quella in esame.

I Principi attualmente in vigore non forniscono indicazioni esplicite riguardo il canone d'affitto ma dall'impianto complessivo possono essere tratte utili indicazioni.

Si discute, in primo luogo, se debba essere considerato l'avviamento nella stima del valore del compendio dato che l'articolo 2561, cod. civ., tratta esclusivamente dell'insieme dei beni che costituiscono il perimetro dell'affitto e che sono oggetto di inventario.

Tuttavia, questa configurazione pare troppo ristretta in molti casi (si pensi ad esempio ad alberghi, ristoranti, bar) dove è proprio l'avviamento a costituire il principale bene oggetto di affitto e la primaria fonte di reddito.

La limitazione del valore del compendio ai soli beni inventariati e quindi a una valutazione patrimoniale semplice pare penalizzante per il concedente.

La configurazione di valore da adottare che include l'avviamento è rintracciabile nel valore di mercato secondo il Piv I.6.3 che costituisce il prezzo probabile al quale l'azienda sarebbe negoziata tra normali partecipanti indipendenti al mercato. Il valore al quale il conduttore rinuncia non può essere un valore astratto quale il valore intrinseco (Piv I.68) ma quello concretamente applicabile, altrimenti si avrebbe un danno ingiustificato nei confronti del conduttore che si trova a operare alle condizioni correnti di mercato. Nella stima del valore, il professionista può avvalersi di una o più metodiche tra quelle riconosciute in dottrina e dagli stessi Principi:

1. criterio patrimoniale semplice;
2. criterio fondato sui flussi futuri (metodo reddituale e finanziario);
3. criterio misto patrimoniale-reddituale (metodo UEC).

Ove venisse applicata una metodica fondata sui flussi attesi è necessario che ci sia omogeneità tra

¹ Organismo italiano di valutazione, Principi italiani di valutazione 2015, luglio 2015.

il perimetro dell'azienda affittata e il complesso di beni che genera i flussi attesi di cassa o di reddito o la grandezza di riferimento nelle valutazioni comparative².

Per quanto attiene alla stima del tasso di rendimento da applicare, si ravvisano forti analogie con il tasso da applicare, nel metodo misto UEC, al patrimonio netto rettificato per ottenere il reddito normale atteso.

Sono da evitare stime fondate su rendimenti storici (ad esempio il ROI o il ROE di settore) perché non espressivi delle attese di rendimento che invece rilevano ai nostri fini, posto che il concedente rinuncia ai frutti futuri dell'azienda e non a quelli passati.

Un metodo sicuramente migliore è il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) che stima il tasso atteso di rendimento sulla base del tasso corrente privo di rischio e di un premio al rischio misurato sulla base di parametri di mercato.

Ipotizzando che il valore dell'azienda affittata sia pari a 1.000.000 euro e che il rendimento normale di quell'azienda sia del 7%, il canone dovrebbe essere almeno pari a 70.000 euro che costituisce il rendimento che l'affittuario deve riconoscere al concedente per il godimento della sua azienda.

Ne deriva che, ove l'affittuario non fosse in grado di ottenere un reddito maggiore di quello normale, l'affitto non sarebbe conveniente ma al più si avrebbe un pareggio.

Un tema di riflessione su questo punto riguarda la modificazione del profilo di rischio in capo al concedente che smette i panni dell'imprenditore e si limita a riscuotere un canone.

Pare ragionevole a livello teorico ritenere che il minor rischio si possa tradurre in un minor tasso di rendimento. A livello operativo, si potrebbe considerare in luogo della rischiosità del settore dell'azienda affittata, la rischiosità, più bassa, delle *holding* finanziarie o delle società immobiliari.

La stima del rischio di *default* e del premio assicurativo

L'ultima considerazione svolta in merito alla trasformazione del rischio in capo al concedente deve

² È il caso tipico per il quale è affittata solamente l'azienda mentre l'immobile strumentale (ad esempio l'albergo) viene locato a parte. Nella stima del valore, il canone di locazione dovrà essere sottratto dal reddito per evitare duplicazioni di costi per il conduttore e di ricavi per il concedente. Discorso analogo vale per tutti i costi che il conduttore dovrà sostenere a fronte di minori dotazioni nel compendio affittato rispetto a quanto necessario per poter operare in condizioni normali di mercato.

però essere verificata alla luce del profilo soggettivo dell'affittuario e delle eventuali garanzie che è disponibile a concedere.

Ad un estremo, l'affittuario potrebbe fornire garanzie tali da annullare il rischio in capo al concedente (cauzione/fidejussione che copre l'importo dei canoni per l'intera durata del contratto). In tale situazione la remunerazione richiesta non può essere superiore al tasso privo di rischio.

All'estremo opposto, potrebbe accadere che l'affittuario, non disponibile a fornire alcuna garanzia, abbia un profilo soggettivo estremamente rischioso (opera anche in altri settori considerati "difficili" oppure è molto indebitato). In tal caso, il concedente dovrà apprezzare il profilo di rischio del settore nei termini di rendimento richiesto per la proprietà e confrontarlo con il costo del debito dell'affittuario che esprime il suo rischio di *default*. Il tasso corretto di remunerazione è il maggiore dei due.

Infine, la componente di premio assicurativo dipende dalle pattuizioni previste nel contratto di affitto di azienda e sarà presente solamente nell'ipotesi di deroga a quanto previsto dall'articolo 2561, cod. civ., in merito alle differenze inventariali.

La quantificazione in questo caso è più difficile e deve tenere conto dell'effettivo rischio che l'affittuario possa deprimere il valore dell'azienda.

Nell'ipotesi di affitto di albergo a una primaria catena internazionale, è evidente che tale rischio non esiste ma anzi il concedente, al momento della restituzione dell'azienda, può trarre vantaggio dalla gestione dell'affittuaria. Non così nell'ipotesi che l'albergo venga affittato a un soggetto privo di esperienza specifica nel settore.

Il contratto di affitto di azienda nelle procedure concorsuali: il documento del Cndcec del marzo 2016

Le considerazioni precedenti costituiscono punti di ancoraggio per la negoziazione del canone che rimane libera tra le parti.

Esistono comunque molteplici situazioni nelle quali la pratica professionale non è attenta come dovrebbe nella esplicitazione del valore congruo del canone (si pensi ad esempio alle operazioni tra parti correlate o alle implicazioni fiscali) ma spesso si limita a riportare il canone senza esplicitare il percorso che ha portato a tale risultato.

Quando lo strumento dell'affitto d'azienda viene invece utilizzato all'interno di una procedura concorsuale è necessario prestare massima attenzione a

questi aspetti.

L'affitto d'azienda è uno strumento frequentemente utilizzato nel concordato preventivo allo scopo di preservare la continuità aziendale e l'avviamento in essa implicito. L'affittuario si prende carico della gestione, nelle more della procedura, a fronte del pagamento di un canone alla concedente in concordato.

Dopo l'omologazione del concordato, potrà essere venduto, allo stesso affittuario o a terzi, un compendio in funzionamento in luogo della liquidazione atomistica dei beni e quindi con maggior soddisfazione dei creditori concorsuali.

L'articolo 163-*bis*, L.F., come introdotto dalla L. 132/2015, riconosce pienamente la validità dell'affitto in concordato ma impone agli organi della procedura l'apertura di un procedimento competitivo con indicazione delle modalità di presentazione dell'offerta del contratto di affitto (ad esempio, il canone, la durata, le garanzie prestate, l'eventuale offerta irrevocabile di acquisto).

È evidente la preoccupazione del Legislatore volta a evitare che la prosecuzione dell'attività aziendale nell'affitto possa tradursi in un aggravio dello stato di dissesto al momento della restituzione dell'azienda. Poiché il canone d'affitto è sicuramente uno dei parametri principali, è evidente che la nuova norma porta come conseguenza una maggiore attenzione alla verifica da parte degli organi della procedura che il canone sia allineato il più possibile al suo valore teorico.

Per meglio chiarire la natura dell'intervento professionale da svolgere sul punto, il Cndcec ha ritenuto di pubblicare nel marzo 2016 uno specifico documento dal titolo "*La determinazione del canone congruo di locazione d'azienda nelle procedure concorsuali*" a cura del gruppo di lavoro appositamente costituito. Dopo avere analizzato nei primi tre paragrafi il contesto normativo e giurisprudenziale di riferimento nelle procedure concorsuali e in particolare nel concordato preventivo, nel conclusivo paragrafo 4.1 vengono esaminate le metodologie di determinazione del canone congruo.

Correttamente, si evidenzia come, nelle situazioni di crisi, la libertà di scelta di affittare l'azienda non esiste trattandosi di una necessità per conservare i valori aziendali. Ciò vale anche nell'ipotesi di fallimento ai sensi degli articoli 104 e 107, L.F.

Il documento Cndcec riporta tre differenti metodologie, elaborate dalla dottrina, che ravvisano sostanziali analogie con l'impostazione descritta nei precedenti paragrafi.

CONTABILITÀ E BILANCIO

Le principali differenze di impostazione sono da leggere nella configurazione di valore e nella scelta dei criteri per la stima del valore dell'azienda e nella natura del tasso di remunerazione che il concedente deve chiedere.

In merito al primo punto, il documento richiama l'abbondante dottrina in materia e un contributo della FNC del luglio 2015.

La stima del tasso di remunerazione del concedente è invece più complessa poiché la dottrina richiama, con differenza di sfumature, le tre componenti già descritte.

A commento, nel documento si osserva che il tasso di remunerazione può essere compreso tra un minimo rendimento pari al *free-risk* in presenza di garanzie tali da azzerare il rischio, fino a un massimo pari al costo del capitale in presenza di significativi fattori di rischio. Non viene qualificato cosa si intende per "costo di capitale" se esso sia da considerare il costo del debito, dell'*equity* o il costo medio ponderato di entrambi.

Tuttavia, per rendere più operative le considerazioni svolte, il documento riduce le possibili fattispecie a due situazioni:

1. il contratto d'affitto non deroga all'articolo 2561, cod. civ. ovvero il proprietario si accolla il solo rischio di mancato incasso dei canoni;
2. il contratto d'affitto prevede che non vengano effettuate le verifiche inventariali, traslando sul concedente il rischio di perdita di valore dell'azienda.

Nel primo caso, l'affitto viene ritenuto assimilabile a un finanziamento dove l'azienda affittata è il capitale finanziato e il canone rappresenta la remunerazione del concedente/finanziatore.

Non si riportano considerazioni originali in merito alla stima del valore mentre il tasso di remunerazione dovrebbe riflettere il costo del debito dell'azienda affittata che viene calcolato come rapporto tra gli oneri finanziari di bilancio e il debito bancario medio.

Questa metodologia è tuttavia applicabile solamente in condizioni particolari dove l'incidenza del debito a breve sul totale è molto limitata. Ove, invece, il finanziamento avviene attraverso anticipazioni delle fatture o con aperture di credito in conto corrente, potrebbe non esistere una relazione tra il debito medio alla chiusura dell'esercizio e l'effettivo utilizzo delle linee in corso d'anno.

Si pensi, ad esempio, ad aziende con elevata stagionalità e picchi di fabbisogno lontani dalla chiusura dell'esercizio o anche al caso in cui parte degli interessi sia attribuibile al *netting* dei flussi su derivati di tasso. In queste situazioni è sicuramente più opportuno verificare puntualmente i tassi applicati dalle banche sulle diverse linee di credito.

Nel documento del Cndcec si considera che il tasso di remunerazione debba essere ancorato al costo del debito in quanto espressivo del rischio di inadempimento della controparte. Provando a esplicitare il rationale implicito in tale assunzione, potremmo affermare che, poiché esiste un rischio di *default* dell'azienda affittata, misurato dal costo del debito praticato dalle banche, allora il concedente dovrebbe richiedere all'affittuario una remunerazione di tale rischio come può essere letta nel mercato bancario.

Questa logica funziona se l'affittuario è una *newCo*, dotata di un capitale minimo e che finanzierà il pagamento del canone con i flussi futuri derivanti dalla gestione dell'azienda. Ove invece la società affittuaria fosse già esistente, con una robusta solidità patrimoniale o disponibile a fornire garanzie adeguate, l'analisi del profilo di rischio dovrebbe integrare questi elementi soggettivi. Queste considerazioni sono, come già ricordato, presenti nel documento del Cndcec ma non puntualmente richiamate nella sezione delle applicazioni operative.

Viene, invece, trattato il caso nel quale l'affitto debba intendersi come preliminare e funzionale a una successiva cessione di azienda ovvero quando l'affittuario è anche promissario acquirente.

Questa operazione è frequente nel concordato preventivo.

Il documento del Cndcec propone una interessante chiave di lettura nell'ottica del concedente che tiene conto dei flussi di cassa rilevanti nell'investimento compiuto e stima il tasso interno di rendimento (TIR) atteso dall'operazione.

Per la stima dei flussi, è necessario tenere conto dell'importo e del momento di pagamento dei canoni e, successivamente, del pagamento del prezzo dell'azienda ceduta (con o senza scorporo dei canoni già pagati a seconda di quanto prevede il contratto). L'investimento iniziale è rappresentato dal valore corrente dell'azienda.

In altri termini, ciò che si vuole valutare è la convenienza per il concedente a sottoscrivere il contratto di affitto e successiva cessione rispetto alla soluzione alternativa di alienare subito l'azienda (ammesso

CONTABILITÀ E BILANCIO

che sia possibile). Vi è convenienza se il valore attuale netto dell'operazione è positivo mentre il TIR misura il rendimento ottenuto dal concedente che deve tenere conto dei possibili rischi legati alla aleatorietà dell'operazione e alla solvibilità dell'affittuario/promissario acquirente.

Nel secondo caso, il canone dovrebbe includere anche una remunerazione legata alla cattiva conduzione dell'azienda da parte dell'affittuario. Il documento riporta considerazioni analoghe a quelle già svolte sopra. Nel documento si riporta una considerazione conclusiva in merito a questa fattispecie che non pare completamente condivisibile. Si sostiene che nelle procedure concorsuali il prezzo di vendita è definito nel contratto, sicché il rischio per il concedente è nullo. Il Cndcec ritiene, ottimisticamente, che l'azienda non possa tornare al concedente.

In realtà, ove l'affittuaria fosse una *newCo* che riprende l'attività dell'azienda in crisi senza sostanziali

discontinuità nella strategia competitiva vi è il dubbio che la prosecuzione dell'attività aziendale possa tradursi in un insuccesso e anche alla risoluzione del contratto di affitto, con conseguente ritorno dell'azienda al concedente.

In questo caso, se il contratto è scritto in deroga all'articolo 2561, cod. civ., è probabile che il valore dell'azienda che ritorna sia inferiore a quello al momento dell'affitto sicché solitamente ci si muove secondo due direzioni:

1. il contratto prevede l'applicazione della clausola prevista dall'articolo 2561, cod. civ.; oppure
2. se il suddetto articolo è derogato, dovrà essere previsto un adeguamento del canone a fronte del rischio di perdita di valore.

In conclusione, si riporta una tavola di sintesi che esemplifica le considerazioni svolte, nell'ipotesi di contratto di solo affitto senza deroga all'articolo 2561, cod. civ..

tipologia di contratto	Valore dall'azienda	Tasso privo di rischio	Durata (anni)	Premio rischio di settore assenza di debito	Tipologia di affittuario	Credit spread	Garanzie	Tasso di remunerazione		Canone congruo	
								Minimo	Massimo	Minimo	Massimo
Affitto senza offerta di acquisto e senza deroga all'articolo 2561, cos. civ.	1.500.000	0.35%	2	4.5%	Newco	3%	Tutto l'importo	0.35%		5.250	
							50% dell'importo	1,85%	2,60%	27.750	39.000
							25% dell'importo	2,60%	3,73%	39.000	55875
							Assenti	3,35%	4,85%	50.250	72.750
					Società esistente solida	1,50%	Se esistenti possono ridurre l a remunerazione	1,85%		50.250,00	
					Società non esistente	7%	Tutto l'importo	0,35%		27.750,00	
							50% dell'importo	3,85%		5.250,00	
							25% dell'importo	5,60%		57.750,00	
							Assenti	7,35%		84.000.00	

CONTABILITÀ E BILANCIO

Si noti che la remunerazione e il canone congruo sono molto variabili rispetto al profilo di rischio soggetto dell'affittuaria sicché la considerazione principale che emerge è che non esiste un valore congruo del canone di natura "oggettiva" e valido per tutti gli acquirenti ma la congruità del canone è anche proporzionale al rischio che il concedente assume a fronte di uno specifico affittuario.

L'introduzione del nuovo articolo 162-bis, L.F. che obbliga alla procedura competitiva dovrà necessariamente tenere conto di questo risultato e costruire i bandi in modo che possano essere concretamente apprezzati dagli organi della procedura concorsuale (ma anche fallimentare) tutti gli elementi potenzialmente influenti sulla determinazione del canone congruo.

 **Euroconference**
Editoria



Formato e-book con uscite mensili

11 GUIDE PRATICHE AGLI ADEMPIMENTI DI STUDIO

€ 59 + IVA 4% (anzichè € 165 + IVA 4%)

IN EVIDENZA A LUGLIO

Guida alle dichiarazioni dei redditi in agricoltura

ACQUISTA ORA

Offerte non cumulabili con altre iniziative promozionali e sconto Privilege