



Composizione negoziata della crisi: la stima della liquidazione del patrimonio*

di Francesco Carnevali e Marcello Tarabusi, Dottore Commercialista in Milano e Dottore Commercialista e Avvocato del Foro di Bologna

7 Gennaio 2022

*Il contributo, opportunamente rielaborato, sarà incluso nell'opera collettanea "Il ruolo dell'Esperto nella Composizione Negoziata della Crisi d'Impresa", in corso di pubblicazione per i tipi di Giappichelli. Il saggio è stato sottoposto in forma anonima alla valutazione di un referee.

Questo contributo affronta alcuni dei temi facenti parte delle "linee guida per una formazione unitaria" dell'esperto designato per la conduzione delle trattative nella procedura di Composizione Negoziata per la Soluzione delle Crisi d'Impresa, introdotta dal d.l. n. 118/2021 - come declinate dal decreto dirigenziale Min. Giustizia 28 settembre 2021. In particolare, lo scritto si occupa della stima per la liquidazione del patrimonio.

Riproduzione riservata

Sommario:

1. Le finalità della stima della liquidazione del patrimonio: quando e come renderla
 - 1.1. Premessa
 - 1.2. La stima della liquidazione del patrimonio nell'ambito della composizione negoziata
 - 1.2.1. Accettazione dell'incarico
 - 1.2.2. Istanza autorizzativa al Tribunale per gli atti di straordinaria amministrazione
 - 1.2.3. La stima dell'alternativa liquidatoria del patrimonio
 - 1.2.4. La redazione della relazione finale dell'esperto



1.3. La stima della liquidazione del patrimonio nell'ambito del concordato semplificato

1.4. Considerazioni conclusive

2. La stima del valore di realizzo dell'azienda o dei suoi rami

2.1. Finalità della stima dell'azienda

2.2. L'oggetto della stima e le configurazioni di valore

2.3. Metodiche di valutazione

3. La stima del canone di affitto dell'azienda o dei suoi rami

3.1. Le ragioni per cui si stima il canone

3.2. I criteri indicati dalla letteratura e dalla prassi

3.2.1. Il tasso di giusta remunerazione

3.2.2. La stima del capitale operativo oggetto di affitto

3.3. Notazioni conclusive

1. Le finalità della stima della liquidazione del patrimonio: quando e come renderla

1.1. Premessa

Il D.L. 24 agosto 2021, n.118 [1] comprensivo di numerose misure urgenti in materia di crisi d'impresa e risanamento aziendale, viene introdotto in un momento in cui le misure di sostegno alla liquidità delle imprese adottate nel corso dell'emergenza sanitaria si avviano verso un inesorabile e progressivo esaurimento, malgrado non siano ancora stati recuperati i livelli di produttività precedenti alla pandemia.

L'obiettivo del Decreto è di introdurre strumenti che aiutino le imprese:

1. a prevenire e gestire efficacemente quelle situazioni di difficoltà che rendono probabile la crisi o l'insolvenza, favorendo la continuazione, anche indiretta, dell'attività d'impresa nell'interesse di tutti i soggetti coinvolti (debitore, creditori, fornitori, ecc.),
2. oppure, a consentire rapide liquidazioni quando non sussistano concrete prospettive di risanamento, in modo da garantire una corretta allocazione delle risorse per l'efficienza del sistema economico generale.

Gli obiettivi sono coerenti con quelli delle precedenti riforme, ma gli strumenti introdotti presentano profili innovativi ispirati ai principi europei di semplificazione,

celerità ed efficienza, che combinano gestioni stragiudiziali con il controllo dell'autorità giudiziaria in funzione di tutela dei creditori.

Il Decreto ha inoltre una chiara rilevanza in termini di modernizzazione ed efficienza del sistema concorsuale con previsioni cui le linee evolutive del Codice della crisi dovrà uniformarsi e che pongono al centro della tutela la "risanabilità dell'impresa", quale valore giuridico da preservare nell'interesse del sistema economico generale.

In questa direzione il Decreto introduce due nuovi istituti, entrambi in vigore dal 15 novembre 2021, tra loro strettamente connessi:

- la composizione negoziata della crisi,
- e il concordato semplificato per la liquidazione del patrimonio.

La **composizione negoziata della crisi (CNC)** consente all'imprenditore che si trovi in una condizione di squilibrio patrimoniale economico o finanziario, che ne rende probabile la crisi o l'insolvenza, di richiedere la nomina di un professionista esperto nella ristrutturazione che lo affianchi nelle trattative con i creditori e nella rinegoziazione dei contratti, individuando idonee soluzioni per superare la situazione di difficoltà. L'istanza di nomina dell'esperto è presentata volontariamente dal debitore (anche su impulso dell'organo di controllo) attraverso una piattaforma telematica nazionale accessibile dal sito istituzionale di ciascuna Camera di commercio, industria, agricoltura e artigianato, su cui sono altresì disponibili strumenti di autodiagnosi circa lo stato di difficoltà in cui si trova l'impresa, oltre a una serie di indicazioni utili per guidare il debitore e i suoi advisors nella predisposizione di un piano di risanamento.

Nella composizione negoziata il debitore conserva la piena titolarità della gestione e la continuità aziendale è assicurata dalla prosecuzione dei contratti e dalla possibilità di continuare ad effettuare pagamenti spontanei. La CNC, per garantire la tutela dei creditori, prevede specifici doveri informativi del debitore nei confronti dell'esperto in relazione al compimento di determinati atti, nonché precisi obblighi di gestione del patrimonio, volti ad evitare condotte pregiudizievoli in danno dei creditori.

La procedura della CNC ha natura riservata e stragiudiziale finché il debitore non intenda beneficiare di misure protettive del patrimonio o di altre prerogative potenzialmente lesive degli interessi dei creditori, quali la concessione di finanziamenti prededucibili o la cessione d'azienda o rami di essa in deroga alle



regole della responsabilità solidale del cessionario, per i quali è necessaria l'autorizzazione del Tribunale, sebbene secondo modalità semplificate.

In relazione dell'entità della situazione di difficoltà in cui versa l'impresa, gli esiti delle trattative svolte tramite la CNC possono essere molteplici, la negoziazione può concludersi:

- a. con l'immediata archiviazione quando l'impresa non abbia prospettive di risanamento, senza che ciò comporti alcuna forma di segnalazione al pubblico ministero o ad altri organismi esterni all'impresa stessa;
- b. con la conclusione di una soluzione interamente stragiudiziale;
- c. con il ricorso a uno degli strumenti per la ristrutturazione o per la liquidazione previsti dalla legge fallimentare;
- d. con l'accesso al nuovo istituto del concordato semplificato per la liquidazione del patrimonio.

Il **concordato semplificato per la liquidazione del patrimonio** è la seconda importante novità introdotta dal Decreto e rappresenta una forma di concordato con cessione dei beni che può condurre anche alla cessione dell'intera azienda o di suoi rami, con significative semplificazioni procedurali volte a garantire una rapida liquidazione, senza pregiudicare gli interessi dei creditori e con condizioni di accesso estremamente semplificate rispetto a quelle previste dalla legge fallimentare e dal Codice della crisi:

- non è prevista la sottoposizione della proposta al voto del ceto creditorio (che potrà comunque proporre opposizione all'omologazione)
- non è richiesta la soddisfazione minima di una percentuale per i creditori chirografari;
- non è richiesto all'ausiliario nominato (a differenza di quanto previsto per il commissario giudiziale) un controllo sulla veridicità dei dati contabili né un giudizio di fattibilità
- l'ausiliario non è chiamato ad esprimersi in ordine alle cause della crisi, alla condotta dell'amministrazione e pare non dover redigere neanche un inventario dei beni del debitore
- non è richiesta la redazione del piano di cui all'articolo 161, comma 2, lettera e), L.F.
- non è richiesta la relazione del professionista, designato dal debitore, ex articolo 161, comma 3, L.F.

Esclusivamente il debitore che abbia intrapreso il percorso della composizione negoziata può accedere al concordato semplificato, a condizione che le trattative, condotte secondo buona fede e correttezza, non abbiano consentito di percorrere una soluzione stragiudiziale o di presentare un accordo di ristrutturazione dei debiti. Il concordato semplificato non prevede né la fase di ammissione alla procedura, né quella della votazione dei creditori, nel presupposto che già nel corso della composizione negoziata i creditori siano stati messi nella posizione di poter valutare le proposte del debitore e di esprimere il proprio parere in relazione alle stesse, sotto la supervisione di un esperto professionista, che garantisca la regolarità del procedimento e vigili sul compimento di atti pregiudizievoli per i creditori. Infine, nel concordato semplificato non è prevista la nomina del commissario giudiziale, ferma restando la possibilità per il Tribunale di nominare un ausiliario che lo assista nelle sue valutazioni. Queste semplificazioni, rispetto alla procedura ordinaria del concordato liquidatorio, sono infine compensate da un penetrante controllo del Tribunale in sede di omologa, il quale dovrà valutare, oltre alla regolarità del procedimento, anche la fattibilità del piano, e assicurare che ciascun creditore non subisca pregiudizio rispetto all'alternativa fallimentare e riceva una qualsiasi utilità, anche non in denaro.

Inoltre, la facoltà di poter accedere al concordato semplificato costituisce un incentivo ad avviare il percorso della composizione negoziata, nella consapevolezza che qualora non sia percorribile una soluzione negoziata per il superamento della crisi, sarà comunque possibile ricorrere a una procedura agevole e semplificata per una rapida uscita dal mercato e una pronta ripartenza, fermi restando specifici presidi volti ad evitare un uso distorto dei due istituti. La possibilità di avviare il concordato semplificato qualora la composizione negoziata non andasse a buon fine incentiva, inoltre, i creditori a partecipare attivamente alle trattative, evitando comportamenti ostruzionistici.

La combinazione dei due nuovi istituti consente all'impresa in difficoltà di avviare rapidamente un percorso stragiudiziale assistito da un professionista esperto, con soluzioni modulari adattabili alla specifica situazione dell'impresa e con forme di tutele crescenti per i creditori, con cui giungere rapidamente al superamento della situazione di squilibrio e risanamento dell'impresa oppure alla liquidazione, riducendo i tempi delle procedure e migliorando l'efficienza complessiva del sistema concorsuale.

1.2 . La stima della liquidazione del patrimonio nell'ambito della composizione negoziata

Nel corso della CNC vi sono diverse fasi in cui può essere necessario all'esperto stimare la liquidazione del patrimonio con particolare riferimento al valore di realizzo dell'azienda e dei suoi rami o al relativo canone di affitto:

- al momento dell'accettazione dell'incarico,
- nel caso di presentazione di una istanza autorizzativa per la cessione dell'azienda o di rami di essa al Tribunale,
- per la stima dell'alternativa liquidatoria del patrimonio,
- nella redazione della relazione finale [2] sia con esito positivo che negativo.

1.2.1 . Accettazione dell'incarico

Il presupposto essenziale per l'accesso e per la prosecuzione della CNC è la risanabilità dell'impresa. Il percorso negoziale ha infatti, come obiettivo il risanamento dell'impresa intesa quale organizzazione produttiva da preservare, ove possibile, ricercando l'equilibrio tra gli interessi delle parti e tutelando la continuità aziendale, se necessario anche attraverso il trasferimento d'azienda o di rami di essa [3].

Questa condizione deve essere verificata dall'esperto una volta nominato, ma può essere valutata anche in via preventiva dallo stesso debitore e dai suoi advisor, attraverso un test di autodiagnosi disponibile sulla piattaforma telematica nazionale. Il Decreto non ne prevede l'obbligo, potendo il debitore limitarsi a presentare l'istanza di nomina dell'esperto, compilando il test in un momento successivo insieme all'esperto stesso [4]. Il test rappresenta uno strumento di ausilio che consente all'imprenditore di effettuare una prima stima prognostica della sostenibilità del debito accumulato, tramite i flussi finanziari futuri, valutando sin da subito l'intensità della situazione di squilibrio in cui si trova e la sua eventuale reversibilità [5]. Tramite l'analisi dell'esito del test il debitore potrà comprendere sin da subito il grado di difficoltà che dovrà affrontare nel percorso di risanamento, e quanto intense dovranno essere le iniziative in discontinuità con la gestione precedente [6].

L'articolo 2 del Decreto prevede specificatamente "anche attraverso il trasferimento d'azienda o di rami di essa" implicando la necessità che l'esperto tramite la

valutazione di eventuali proposte di acquisto già indicate dall'imprenditore o più semplicemente tramite una valutazione propria della stima del valore dell'azienda o di specifici rami di essa laddove identificabili ed alienabili autonomamente proceda ad avviare la composizione negoziata, purché questi reputi che vi siano concrete prospettive di risanamento che garantiscano la continuità aziendale, seppur indiretta.

Pertanto, una volta accettato l'incarico, l'esperto deve convocare senza indugio l'imprenditore per valutare la sussistenza di una concreta prospettiva di risanamento, quale condizione necessaria per l'avvio e lo svolgimento di tutto il percorso negoziale, che potrà essere interrotto in qualsiasi momento qualora essa venga meno. In particolare, questi dovrà esaminare la ragionevolezza complessiva dei flussi di cassa liberi al servizio del debito, compresi quelli derivanti dall'eventuale cessione dell'azienda o di suoi rami (continuità indiretta) tenendo conto delle informazioni e delle domande contenute nella lista di controllo, nonché valutare l'adeguatezza delle strategie e delle iniziative industriali previste dal piano di risanamento [7].

All'esito della valutazione svolta, se non sussistono le prospettive di risanamento, l'esperto ne dà notizia all'imprenditore e al segretario generale della Camera di commercio che dispone l'archiviazione dell'istanza di composizione negoziata. Con l'archiviazione la procedura si chiude, non essendo previsto alcun obbligo di segnalazione all'autorità giudiziaria da parte dell'esperto o del segretario generale, come diversamente avviene in caso di insuccesso della composizione assistita regolata dal Codice della crisi. L'imprenditore, tuttavia, non potrà presentare una nuova istanza prima del decorso di un anno dall'archiviazione.

1.2.2 . Istanza autorizzativa al Tribunale per gli atti di straordinaria amministrazione

Una delle caratteristiche principali della CNC è che nel corso della stessa la gestione dell'impresa rimane esclusivamente in capo al debitore, che può autonomamente compiere sia gli atti di ordinaria, sia quelli di straordinaria amministrazione [8].

Al fine di assicurare una tutela equilibrata degli interessi delle diverse parti coinvolte ed evitare possibili comportamenti opportunistici in danno dei creditori, il Decreto

prevede, tuttavia, alcuni vincoli alla piena autonomia del debitore nella gestione dell'impresa.

La norma disciplina uno specifico regime di informazione preventiva all'esperto, relativo agli atti di straordinaria amministrazione e ai pagamenti che potrebbero non essere coerenti rispetto alle trattative o alle prospettive di risanamento. Prima del compimento di tali atti il debitore deve informare per iscritto l'esperto. Qualora questi ritenga che l'atto in questione possa arrecare pregiudizio ai creditori, alle trattative o alle prospettive di risanamento, dovrà segnalarlo all'imprenditore e all'organo di controllo della società.

Il Decreto Dirigenziale attuativo della disciplina individua in via esemplificativa quali atti di straordinaria amministrazione:

- le operazioni sul capitale sociale e sull'azienda;
- la concessione di garanzie;
- i pagamenti anticipati delle forniture;
- la cessione pro soluto di crediti;
- l'erogazione di finanziamenti a favore di terzi e di parti correlate;
- la rinuncia alle liti e alle transazioni;
- le ricognizioni di diritti di terzi;
- il consenso alla cancellazione di ipoteche e le restituzioni di pegni;
- l'effettuazione di investimenti significativi;
- i rimborsi dei finanziamenti soci;
- la creazione di patrimoni destinati e forme di segregazione del patrimonio in generale;
- gli atti dispositivi in genere.

Oltre allo speciale regime di informazione e consultazione dell'esperto per gli atti di straordinaria amministrazione, il Decreto richiede l'autorizzazione del Tribunale per il compimento di specifici atti strumentali a garantire la continuità aziendale e a favorire il risanamento, ma suscettibili di recare pregiudizio ai creditori. Analogamente all'istanza per l'applicazione delle misure protettive del patrimonio, è tuttavia da rilevare che anche la richiesta di autorizzazione al compimento di tali atti rappresenta una facoltà per l'imprenditore e l'intervento dell'autorità giudiziaria nella procedura di composizione negoziata costituisce solo un'eventualità.

L'imprenditore avrà pertanto necessità di ricorrere all'autorità giudiziaria per ottenere specifiche autorizzazioni per il Tribunale soltanto per alcune determinate circostanze:



- per la conferma o modifica delle misure protettive e per l'adozione di provvedimenti cautelari [9];
- contrarre finanziamenti assistiti dal beneficio della prededuzione [10], consistente nel rimborso prioritario rispetto ai creditori anteriori nelle procedure concorsuali che eventualmente possono far seguito alla composizione negoziata. L'autorizzazione riguarda sia i finanziamenti in generale, sia i finanziamenti dei soci, sia quelli contratti da una o più società appartenenti a un gruppo d'impresе;
- cedere l'azienda o uno o più rami di essa, in deroga ai principi della responsabilità solidale del cessionario per i debiti risultanti dalle scritture contabili obbligatorie, prevista dall'articolo 2560 del Codice civile. La deroga non si estende, invece, ai crediti di lavoro ai sensi dell'articolo 2112 del Codice civile;
- per rideterminare ad equità contratti di durata le cui prestazioni siano divenute eccessivamente onerose a seguito della pandemia qualora abbia avuto esito negativo l'invito alle parti da parte dell'esperto.

In ogni caso il Tribunale nel concedere l'autorizzazione deve valutare che l'atto sia funzionale alla continuità aziendale e alla miglior soddisfazione dei creditori. Ciò implica nel caso della cessione d'azienda che essa avvenga non a fini liquidatori, ma di continuità dell'attività d'impresa in capo all'acquirente (cd. continuità indiretta) [11]

L'assenza di limitazioni al potere gestorio del debitore ha imposto una particolare cautela anche con riguardo al trasferimento di azienda o di rami di azienda. Anche in questo caso, il debitore, in bonis, può decidere autonomamente la vendita dell'azienda (o di un suo ramo), pur se trattandosi di atto di straordinaria amministrazione opereranno appieno le garanzie di cui all'art. 9 con particolare riferimento alla condotta dell'esperto.

Se però il debitore vuole che la vendita avvenga con la clausola dell'esonero dell'acquirente dai debiti insistenti sull'azienda e risultanti dai libri contabili obbligatori (art. 2560, 2° comma, c.c.), deve rivolgersi al Tribunale per far ottenere al cessionario l'esenzione parziale dal debito pregresso; esenzione parziale perché resta ferma la responsabilità per i crediti dei lavoratori ai sensi dell'art. 2112 c.c.

La previsione dell'esenzione dai debiti pregressi altro è di fatto un incentivo volto ad ottenere migliori condizioni di vendita, nella consapevolezza che il risultato della vendita non potrà mai penalizzare i creditori per la semplice ragione che l'autorizzazione è retta dal 1° comma dell'art. 10 DL 118/2021, là dove è stabilito che il giudice deve valutare il miglior interesse dei creditori. In tale fattispecie, la clausola

si giustifica perché c'è uno scenario comparativo non tanto tra composizione negoziata e liquidazione, ma tra vendita con il peso dei debiti e vendita al netto dei debiti.

In merito poi alla verifica del trasferimento alla miglior soddisfazione dei creditori è evidente che il Tribunale dovrà in qualche modo riscontrare che la vendita avvenga al meglio, pur non essendo previsto alcun ricorso ad una gara e ad adeguata pubblicità.

Il Decreto Dirigenziale [12] indica che se l'esperto è sentito dal Tribunale nel procedimento autorizzativo alla cessione dell'azienda in deroga dell'art. 2560, comma 2, c.c. potrà essere chiamato ad esprimersi anche sulle modalità con cui in seno alla composizione negoziata si è arrivati all'individuazione dell'acquirente e sulla congruità del prezzo. Infatti, l'esperto dovrà fornire al Tribunale informativa anche in merito alle qualità dell'acquirente reperito, precisando se si tratti di una parte correlata dell'imprenditore.

Qualora il Tribunale ritenga particolarmente complessa l'attività di accertamento della congruità del prezzo, ovvero a fronte di un esperto poco "convincente", il giudice potrà ricorrere alla nomina di un ausiliario, quale ulteriore tecnico che offre il suo apporto.

1.2.3 . La stima dell'alternativa liquidatoria del patrimonio

Nel corso della CNC la stima dell'alternativa liquidatoria del patrimonio, secondo i contenuti del paragrafo 14.8 del Decreto Dirigenziale, sembra essere per l'esperto una facoltà e non un obbligo, ma analizzando il testo del Decreto ed esaminando:

- i pareri che possono essere richiesti all'esperto nel corso del procedimento,
- le valutazioni finali che vanno espressi in relazione,

ne risulta che la stima del prevedibile grado di soddisfacimento dei creditori nell'alternativa liquidatoria non possa essere considerata meramente facoltativa.

Infatti, sia la norma che il Decreto Dirigenziale sembrano supportare la necessità di procedere comunque alla stima del valore liquidatorio complessivo del patrimonio dell'impresa, e con esso il valore dell'azienda o dei rami della stessa nei seguenti casi:

- i. all'esperto potrà esser richiesto parere su manifestazioni di interesse e offerte

ricevute per la cessione dell'intera azienda o dei suoi rami. Si può pertanto ritenere che un parere di opportunità/convenienza debba poggiare anche sulla valutazione delle alternative possibili [13];

ii. in qualsiasi momento delle trattative può diventare “opportuno che l'esperto proceda alla stima delle risorse derivanti dalla liquidazione dell'intero patrimonio o di parte di esso” allo scopo di valutare l'utilità dell'eventuale liquidazione. La stima da parte dell'esperto può avvenire anche avvalendosi di professionisti con competenze specifiche di nomina congiunta con oneri a carico delle parti interessate [14];

iii. il Tribunale, nell'eventualità di ricorso al concordato semplificato, oltre ad acquisire la relazione finale dell'esperto ne acquisisce il parere “con specifico riferimento ai presumibili risultati della liquidazione ed alle garanzie offerte” [15].

1.2.4 . La redazione della relazione finale dell'esperto

I contenuti della relazione finale dell'esperto possono sinteticamente ricondursi ai seguenti aspetti:

- a. descrizione dell'attività complessivamente svolta [16],
- b. informativa su eventuale ricorso alle misure protettive e cautelari,
- c. informativa sull'eventuale ricorso alle esimenti legali rispetto agli obblighi di ricapitalizzazione e messa in liquidazione [17],
- d. informativa sullo stato delle eventuali misure esecutive e cautelari già disposte e sui ricorsi eventualmente pendenti per la dichiarazione di fallimento o l'accertamento dello stato di insolvenza,
- e. autorizzazioni richieste e concesse,
- f. considerazioni sulla perseguibilità del risanamento e sulla idoneità della soluzione individuata o in alternativa sulla sua non perseguibilità.

A corredo della relazione, l'esperto potrà fornire una serie di allegati:

- I verbali sottoscritti dalle parti nel corso della negoziazione;
- I pareri redatti dall'esperto;
- Le relazioni di stima di professionisti nominati ad hoc per la valutazione dei asset aziendali;
- I provvedimenti giudiziali autorizzativi emessi a seguito delle istanze presentate;
- Le iscrizioni al Registro imprese degli eventuali dissensi
- Gli accordi raggiunti a seguito della negoziazione

· Il *term-sheet* condiviso, e formalmente accettato, con le parti nell'ipotesi di accordo in itinere.

L'esperto è pertanto chiamato a relazionare, oltre che su eventi già avvenuti nel corso della negoziazione, anche sulla ragionevole perseguibilità del risanamento e l'idoneità della soluzione individuata per pervenire al risanamento dell'impresa.

Il risanamento prospettato presuppone una quantificazione quanto più corretta dei due parametri su cui poggia la soluzione negoziata: il debito da risanare ed il *free cash flow* a servizio del debito.

Nel caso si reputi ragionevolmente perseguibile il risanamento dell'impresa attraverso flussi finanziari derivanti da operazioni straordinarie di cessione di azienda o di rami di essa, è richiesto all'esperto di esprimersi sull'idoneità della soluzione individuata per perseguire l'obiettivo.

Infine, nell'ipotesi in cui in esito alle trattative, non sia stata individuata una soluzione, l'esperto riferirà in dettaglio circa l'esito negativo della negoziazione.

Importante è il contenuto della relazione finale dell'esperto in caso negativo della negoziazione in considerazione che se l'esperto dichiara [18] che:

- a. le trattative si sono svolte secondo correttezza e buona fede,
- b. le trattative non hanno avuto esito positivo,
- c. le soluzioni elencate all'art. 11 commi 1 e 2 non sono praticabili,

entro il termine dei 60 giorni successivi al ricevimento della notifica della relazione finale dell'esperto, l'imprenditore può presentare una proposta di concordato semplificato per cessione dei beni, corredata di un piano di liquidazione ex art. 18 L. 147/2021.

1.3 . La stima della liquidazione del patrimonio nell'ambito del concordato semplificato

Il debitore, tramite la domanda di concordato semplificato, chiede direttamente l'omologa del concordato, non essendo prevista l'ordinaria fase di apertura della procedura volta all'ammissione del concordato stesso, sebbene dalla pubblicazione del ricorso nel Registro delle imprese decorrano gli effetti normalmente previsti in caso di concordato preventivo, compresi quelli protettivi del patrimonio del debitore.

Il Tribunale, successivamente al deposito del ricorso, fissa l'udienza per l'omologazione, dopo avere valutato la ritualità della proposta e acquisito la relazione finale dell'esperto, oltre a un parere dallo stesso redatto sui presumibili risultati della liquidazione e delle garanzie offerte da eventuali acquirenti. La valutazione del Tribunale attiene alla regolarità formale del procedimento e all'acquisizione della documentazione che sarà alla base del giudizio di omologazione. Il tenore della disposizione, la mancata previsione della fase di ammissione e la rapidità della procedura sembrano escludere che il Tribunale sia tenuto in tale sede a valutare nel merito il contenuto della proposta e della documentazione allegata circa i possibili esiti della liquidazione.

Con il decreto di fissazione dell'udienza, il Tribunale nomina un ausiliario ai sensi dell'articolo 68 del Codice di procedura civile [19], assegnando ad esso un termine per il deposito di un parere sulla proposta e sul piano. L'ausiliario coadiuva il Tribunale e vigila sull'attività del debitore nel corso della procedura, attivando il procedimento per la revoca del concordato qualora ne ravvisi i fatti e le circostanze, analogamente a quanto avviene nel concordato preventivo ordinario ad opera del commissario giudiziale. Rispetto a quest'ultimo, invece, l'ausiliario non è tenuto a svolgere alcuna attività di controllo sulla veridicità dei dati contabili, né a redigere l'inventario o la relazione sulle cause del dissesto e sulla condotta del debitore, essendo tali attività sostanzialmente sostituite dalla relazione finale dell'esperto con cui si conclude la composizione negoziata.

Contestualmente il Tribunale ordina la comunicazione ai creditori risultanti dall'elenco depositato in sede di composizione negoziata [20], se possibile tramite posta elettronica certificata, della proposta, della relazione e del parere dell'esperto e del parere dell'ausiliario, specificando dove possono essere reperiti i dati per la valutazione della proposta. Nei dieci giorni che precedono l'udienza tutti i creditori e qualsiasi interessato possono proporre opposizione.

Qualora il piano di concordato preveda un'offerta da parte di un soggetto già individuato avente ad oggetto il trasferimento in suo favore dell'intera azienda, di uno o più dei suoi rami, o di specifici beni [21], in deroga alle disposizioni dell'articolo 163 della legge fallimentare e dell'articolo 91 del Codice della crisi, spetta al liquidatore procedere alla vendita stessa dopo aver verificato "l'assenza di soluzioni migliori sul mercato". Al fine di favorire l'esecuzione delle vendite in tempi rapidi non si richiede, infatti, l'apertura di alcun procedimento competitivo, attraverso la presentazione delle cd. offerte concorrenti da parte di altri operatori

interessati presenti sul mercato, con le relative forme di pubblicità e modalità di selezione e scelta dell'offerta migliore. Neppure si applicano in tal caso le regole previste per la liquidazione successiva all'omologazione del concordato dall'art.182 l.f. con le rispettive forme di pubblicità e l'approvazione del comitato dei creditori.

Nel caso in cui il piano preveda che l'offerta debba essere accettata prima dell'omologazione all'offerta darà esecuzione l'ausiliario, previa autorizzazione del Tribunale, dopo aver allo stesso modo verificato soltanto l'assenza di ulteriori soluzioni migliori sul mercato.

Anche dopo l'omologazione, se il piano prevede la cessione ad un operatore economico già individuato, si applicherà la stessa disciplina semplificata senza il ricorso alle procedure competitive e alle regole dell'articolo 182 della legge fallimentare.

Il rischio che dalle stime della liquidazione del patrimonio rese dall'esperto possa derivare un nocumento per i creditori nell'eventualità del concordato semplificato al quale l'imprenditore intendesse accedere, appare comunque escluso. Infatti, a prescindere dal fatto che la stima dell'esperto sarebbe meramente indicativa e potrebbe essere superata dai valori in concreto realizzati, la presenza dell'ausiliario [22] ed il ricorso alle procedure competitive, che verrebbe disposto per effetto del richiamo all'art. 182 L.F., occorrente per verificare l'assenza di soluzioni migliori sul mercato [23], sarebbero sufficienti ad evitare nocumento per i creditori. Inoltre, il realizzo dell'azienda e di rami aziendali potrebbe essere reso più efficiente dall'attività di selezione [24] (in particolare se effettuata con le indicazioni del punto 12.2. del protocollo) dei potenziali acquirenti svolta dall'esperto quando l'impresa era ancora operativa e comunque attraverso l'ostensione di informazioni agli interessati (la data room) appropriate in quanto predisposte insieme allo stesso imprenditore che ben conosce le esigenze informative del settore.

1.4. Considerazioni conclusive

Nel caso in cui durante la CNC l'imprenditore intenda procedere alla cessione dell'azienda o di suoi rami, l'esperto, se sentito dal Tribunale nel procedimento autorizzativo ai fini della deroga dell'articolo 2560 c.c., potrà essere chiamato ad esprimersi sulla congruità del prezzo, sulle modalità con cui si è arrivati

all'individuazione dell'acquirente e su ogni altro elemento ritenuto utile dal Tribunale.

Inoltre, in qualunque momento risulti utile per le trattative, è opportuno che l'esperto proceda alla stima delle risorse derivanti dalla liquidazione dell'intero patrimonio o di parti di esso e, ove siano richieste competenze diverse dalle proprie, che proponga alle parti la nomina congiunta di un professionista di fiducia di tutte, che proceda alle valutazioni necessarie, con costi ripartiti tra di esse. La stima servirà anche a consentire alle parti, con le quali sono in essere le trattative, di valutare le utilità che deriverebbero dalla liquidazione, nel rispetto dell'ordine delle prelazioni, sulla base dell'elenco dei creditori depositato [25]. Tali stime potranno altresì occorrere ai fini del parere previsto in caso di concordato semplificato per la liquidazione del patrimonio.

Ulteriore momento in cui l'esperto sarà chiamato a pronunciarsi sui presumibili risultati della liquidazione nonché sulle garanzie offerte dagli eventuali proponenti l'acquisto dell'azienda, di suoi rami o di singoli cespiti è rappresentato dal parere di cui all'articolo 18, comma 3. In tal caso, ove non si sia già proceduto nei termini precedentemente descritti (stima da parte di terzi), il parere dell'esperto verterà sulla stima presentata dall'imprenditore.

Risulta evidente la centralità della stima della liquidazione del patrimonio che, con particolare riferimento all'espressione di un giudizio di congruità sul valore dell'azienda o di rami della medesima, non può prescindere da specifiche competenze di natura valutativa.

Le situazioni di crisi in cui si trovano le imprese in contesto di composizione negoziata, presuppongono non solo una radicata conoscenza dei metodi di valutazione genericamente riconosciuti (metodi patrimoniali, reddituali, misti, finanziari, di mercato), delle linee guida emanate dal CNDEC in merito alla valutazione delle aziende in crisi e alla determinazione del canone congruo di locazione d'azienda nelle procedure concorsuali e delle *best practices*, ma richiedono all'esperto una sensibilità specifica su tali argomentazioni con particolare riferimento al contesto valutativo.

La delimitazione dei rami d'azienda, la scelta del metodo di valutazione maggiormente appropriato alla fattispecie oggetto della composizione negoziata ed una sua corretta applicazione costituiscono la necessaria base sulla quale l'esperto dovrà poggiare l'espressione del proprio parere. A mero titolo esemplificativo, numerosi sono gli aspetti "qualitativi" in grado di impattare notevolmente sulla

stima nonché sull'effettiva realizzabilità dei complessi aziendali: a) dipendenza da figure chiave b) risoluzione automatica di contratti con la clientela c) perdita reputazionale con particolare riferimento a clientela di livello internazionale d) richieste danni e penali in caso di liquidazione e) cause della crisi f) base documentale.

Non è infrequente che la maggior valorizzazione di un complesso aziendale si ottenga "in continuità" al fine di non disperdere l'avviamento commerciale e il know-how di figure chiave che, in ipotesi di liquidazione, verrebbero meno rendendo di fatto non attuabile il piano di risanamento, i cui flussi finanziari ed economici sono fondamento della stima di valore su cui l'esperto è chiamato ad esprimersi.

Quanto sopra pone ulteriori questioni sull'attività demandata all'esperto. La situazione di partenza, le assunzioni del piano di risanamento e la loro corretta trasposizione numerica, elementi sui cui poggia la stima dell'azienda e/o dei suoi rami, non risultano nella composizione negoziata oggetto di asseverazione, come nelle procedure concorsuali "maggiori". In assenza di tale supporto, assumono assoluta rilevanza le verifiche svolte dall'esperto sulla coerenza e completezza del piano di risanamento predisposto dall'imprenditore di cui alla check list, sez. 2 del Decreto Dirigenziale, eventualmente integrata da una serie di variabili (la tipologia dell'impresa e dell'attività svolta, la dimensione e la complessità dell'impresa e le informazioni disponibili). Tali attività di verifica contabile (analisi storica) e di review del piano (analisi prospettica) sono necessarie e propedeutiche all'espressione di una stima sul valore del patrimonio dell'azienda in caso di liquidazione o di cessione a terzi. Chiaro è che eventuali carenze in tale fase di verifica andrebbero ad inficiare la bontà della successiva stima dell'azienda/patrimonio aziendale anche in presenza di una corretta applicazione della metodologia valutativa prescelta.

Un'ultima considerazione attiene alla "forma" richiesta all'esperto nell'espressione delle proprie considerazioni. Le locuzioni utilizzate nel Decreto Dirigenziale, quali "esprimersi sulla congruità del prezzo", "parere dell'esperto verterà sulla stima presentata dall'imprenditore" oltre alla possibilità di richiedere la nomina di un soggetto per le valutazioni del caso, qualora siano richieste competenze diverse dalle proprie, lasciano intendere che l'esperto debba nei fatti procedere con l'attività tipica richiesta dall'elaborazione di una *fairness opinion* su valutazioni effettuate da terzi soggetti. È presumibile difatti che l'imprenditore ed i suoi advisor, ad esempio nel caso in cui la continuità dell'impresa sia di natura indiretta, producano all'esperto una valutazione (auspicabilmente una perizia asseverata) a supporto del prezzo

stabilito ed è su tale elaborato, assunzioni, metodologia prescelta e corretta applicazione al caso di specie, che l'esperto dovrà pronunciarsi prestando particolare attenzione al caso in cui il potenziale acquirente sia un soggetto collegato all'imprenditore in crisi.

Si può presumere che, nel caso in cui l'esperto non abbia nel proprio *background* professionale una comprovata professionalità di natura valutativa, il medesimo potrebbe richiedere una *fairness opinion* ad un terzo indipendente, al fine di avere un adeguato conforto sulla congruità delle stime prospettate dall'imprenditore e dai suoi consulenti.

Analoghe considerazioni sembrano potersi svolgere con riferimento all'attività richiesta all'ausiliario, nel caso in cui la cessione fosse prevista prima dell'omologa in sede di concordato semplificato, mentre maggiore rigidità, per via dei richiami legislativi di cui all'art 19, pare essere prevista nello svolgimento dell'attività di liquidazione giudiziale del patrimonio, nella quale la necessità di uno specifico elaborato peritale asseverato risulta manifesta.

2. La stima del valore di realizzo dell'azienda o dei suoi rami

2.1. Finalità della stima dell'azienda

La stima del valore dell'azienda può essere compiuta, come si è già precisato, per diverse finalità: a seconda delle ragioni per le quali si compie la stima, si dovranno ricercare diverse configurazioni di valore ed adottare adeguate metodiche di stima. Tra le numerose finalità ipotizzabili, nel contesto della negoziazione assistita quelle che ricorrono con maggior probabilità sono le seguenti [26] :

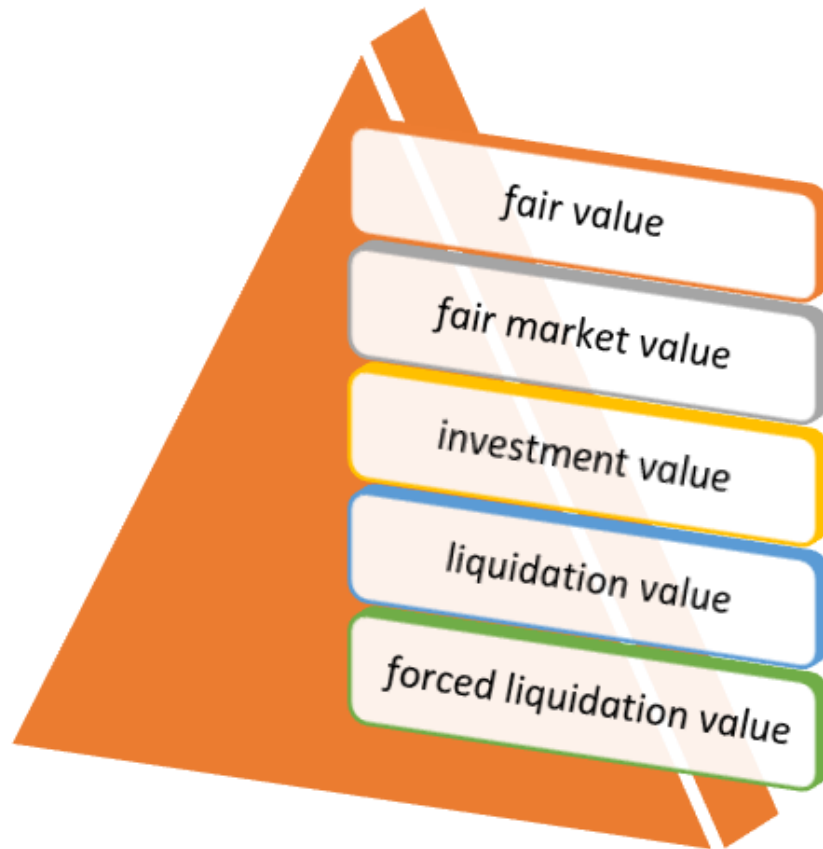
- determinazione del valore prospettico di cessione del compendio al fine di ipotizzare i diversi risultati prospettici nelle alternative concretamente praticabili (realizzo del valore di mercato, valore di liquidazione ordinaria e ordinata, valore di liquidazione accelerata o di liquidazione forzata, poi in blocco o per disgregazione del compendio);
- valutazioni di convenienza a continuare l'attività (stima del c.d. *reorganization value* o valore del compendio [27]), e delle sottostanti condizioni ipotetiche che la consentirebbero;

- stima del probabile prezzo di cessione a date future di singole attività o gruppi di attività ai fini della pianificazione aziendale (continuità con parziale liquidazione dei beni non funzionali);
- valutazioni di bilancio (*impairment test*) da adottare nei bilanci o relazioni periodiche eventualmente approvati in pendenza delle trattative;
- valutazioni funzionali ad eventuali operazioni straordinarie sul capitale: stima *ante* e *post* conferimento in caso di aumenti di capitale con apporto esterno nella società in crisi; valutazioni dei rapporti di cambio in caso di fusioni; stima del compendio per suo il conferimento in una società, esistente o di nuova costituzione;
- valore di garanzia di un'attività o un compendio aziendale specifico (tanto nei casi di concessione di nuove garanzie, quanto ai fini della stima del più probabile valore di soddisfazione in ipotesi fallimentare/liquidatoria);
- possibili liti pendenti e minacciate, indennizzi per eventuale scioglimento di contratti in corso (passività potenziali insistenti sul compendio aziendale).

Può essere necessario compiere una o più di tali valutazioni e riconciliarle tra loro, allo scopo di prospettare ai partecipanti alla trattativa un quadro attendibile di tutti i possibili scenari, o più semplicemente in funzione della concreta evoluzione della negoziazione nel caso specifico.

Tra le numerose metodologie di valutazione, la letteratura e la prassi da tempo si interrogano [28], del resto, su quale sia quello più adatto per la valutazione dell'ipotesi di aziende in crisi.

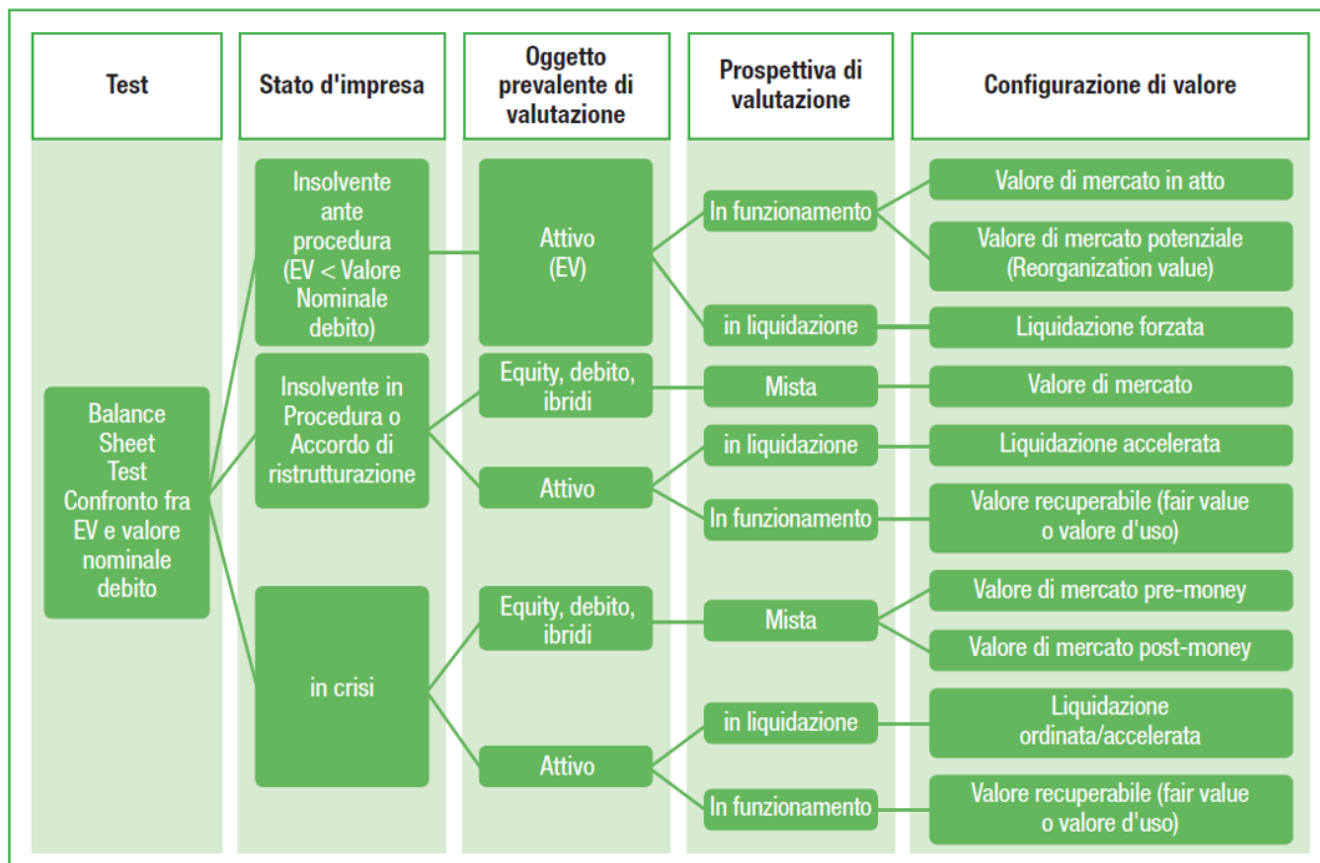
In linea di principio si identifica la seguente "piramide" dei valori:



in cui è intuitivo che il valore più basso possibile è quello della c.d. *forced liquidation*, coincidente con il presupposto della liquidazione fallimentare (deve aggiungersi: in assenza di esercizio provvisorio [29]).

Una più articolata tassonomia, specificamente pensata per la valutazione delle imprese in crisi, è la seguente [30]:

FIG. 4 LE IMPRESE IN DIFFICOLTÀ DELLE TRE CATEGORIE ED I PROFILI DI VALUTAZIONE DISTINTIVI



Ciascuno di tali valori rappresenta, alternativamente, uno dei possibili esiti del procedimento negoziale, ovvero una delle alternative controfattuali che si potrebbe essere chiamati a valutare.

Il *test* preliminare (confronto tra valore dell'impresa e indebitamento) è funzionale a discriminare tra le imprese insolventi e quelle semplicemente in crisi [31].

La principale complessità valutativa nel contesto della crisi aziendale origina dal fatto che le valutazioni (ed i principi generali per esse dettati) sono generalmente basate sulla analisi fondamentale nel contesto della continuità aziendale, mentre quando l'impresa è in crisi tale continuità può essere significativamente pregiudicata [32]. Per tale ragione, è – anzitutto – necessario sviluppare un processo valutativo rigoroso e coerente con il contesto specifico di riferimento [33].

2.2 . L'oggetto della stima e le configurazioni di valore

È estremamente difficile, per non dire impossibile, definire il metodo di valutazione se non si definisce l'oggetto della stima; e d'altra parte tale oggetto dipende, a propria volta, dal momento in cui viene compiuta la stima e dalle finalità per cui tale stima è richiesta.

Le valutazioni possono infatti riguardare [34] :

- a) l'attivo operativo dell'azienda in funzionamento (a prescindere dalla specifica struttura finanziaria che la caratterizza);
 - b) l'attivo operativo dell'azienda "*post-money*", ossia dopo eventuali nuovi apporti, a vario titolo, di mezzi monetari freschi;
 - c) l'attivo operativo dell'azienda sulla base del piano di risanamento redatto (il c.d. *reorganization value* già menzionato);
 - d) il patrimonio dell'azienda considerata in funzionamento;
 - e) il prezzo di emissione di nuove azioni con esclusione del diritto di opzione (a fronte di aumenti di capitale per cassa o per conferimento di beni);
 - f) il valore di eventuali differenti categorie di azioni o di altri strumenti finanziari partecipativi emessi od emittendi nel contesto del tentativo di risanamento;
 - g) i singoli cespiti attivi non funzionali alla continuità, in vista della loro cessione ordinata, accelerata o forzata o a fini di garanzia;
 - h) le passività potenziali o i contratti onerosi ai fini di una loro risoluzione transattiva.
- La definizione del perimetro o, più propriamente, dell'unità di valutazione è perciò essenziale, ma tale perimetro può variare a seconda del diverso momento o fase in cui si trovano le trattative.

Le configurazioni di valore di riferimento per le imprese in difficoltà non sono – se non per aspetti limitati – significativamente diverse rispetto alle configurazioni di valore comunemente impiegate ai fini della stima delle aziende in condizioni normali. Le configurazioni di valore cui più frequentemente si è chiamati a fare riferimento nel caso di imprese in difficoltà sono:

- a) il valore di mercato;
- b) il valore di smobilizzo (di liquidazione o di garanzia);
- c) il valore recuperabile (ai fini di impairment test, pari al maggiore fra valore d'uso e fair value).

Ciò in quanto:

- a) i creditori dell'impresa insolvente sono interessati a quanto potranno ricavare per la soddisfazione del proprio credito;

- b) gli azionisti ed i creditori dell'impresa in crisi sono interessati a conoscere il valore realizzabile dalla vendita degli strumenti finanziari eventualmente posseduti;
- c) gli azionisti ed i creditori dell'impresa in procedura sono interessati a conoscere il *fair value* degli strumenti a fini del proprio bilancio [35].

2.3 . Metodiche di valutazione

Sarebbe in questa sede ultroneo – ed incompatibile con le finalità dell'opera – presentare analiticamente i principi e le metodologie comunemente accettate di stima, che debbono necessariamente essere ipotizzate come note, o acquisibili con la consultazione di fonti specifiche [36].

Poiché la principale finalità della composizione negoziata è – in ultima analisi – la salvaguardia o il ripristino della continuità aziendale, sotto il vincolo del rispetto dell'interesse del ceto creditorio [37], il metodo di valutazione prescelto dovrà essere coerente con le ipotesi concrete formulate nel piano di risanamento, ove definito.

Si afferma in letteratura che ove sussista il presupposto del *going concern*, qualsiasi metodo – seppur adeguatamente considerato – può essere accettato.

Spesso si afferma [38] che il metodo di valutazione d'azienda più proficuamente applicato per le aziende in perdita è il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento (positivo, ma anche negativo o *badwill*).

A ben vedere, tuttavia, la maggior parte delle valutazioni ipotizzabili nel contesto della CNC sono una declinazione, nel contesto specifico, del generalissimo criterio della differenza tra il valore della provvista finanziaria ottenibile (poi direttamente tramite la liquidazione anche in blocco, indirettamente tramite l'impiego nella continuità) e la sommatoria delle risorse necessarie all'estinzione di tutte le passività attuali, future e potenziali, diverse da quelle che troveranno fisiologica soddisfazione nel normale ciclo finanziario dell'impresa (in ipotesi) risanata [39]. Poiché, infatti, la CNC è volta, in ogni momento del suo svolgimento, a ricercare una soluzione “massimizzante” tra le alternative concretamente praticabili, è evidente che tale massimizzazione deve essere riferita al possibile risultato ottenibile dalle parti e, tra queste, soprattutto alla parte i cui interessi sono maggiormente a rischio, ossia i creditori. Naturale, quindi, che il valore da prendere in considerazione sia,

soprattutto, quello collegato alle risorse finanziarie disponibili per soddisfare tale interesse.

Si tratterà, quindi, per lo più di valutazioni basate su flussi prospettici, con la precisazione che tali flussi potranno derivare, a seconda del tipo di piano di risanamento concretamente prescelto, dalla cassa generata dalla continuità, oppure - in tutto od in parte - dalla cessione del compendio aziendale o di sue componenti. Qualora la crisi sia ritenuta reversibile - come dovrebbe essere la norma nella composizione negoziata - si dovrà però tenere conto anche dei flussi di risultato ragionevolmente attesi sulla base del piano, seppure con l'introduzione di opportuni correttivi [40] volti ad intercettare la maggiore incertezza necessariamente connessa al contesto di crisi, ed i costi (operativi, per investimenti aziendali e per consulenze specifiche) associati al piano di risanamento.

Senonché tra le leve a disposizione dell'esperto vi è anche la possibilità di incidere, con le proprie competenze e capacità anche mediatricie, non solo e non tanto sulla entità dell'attivo realizzabile, quanto sulla consistenza e sui tempi di soddisfazione del passivo: naturale quindi che la maggior parte delle valutazioni siano compiute nella prospettiva *asset-side*, senza considerare l'attuale livello di indebitamento (né la relativa onerosità).

In tale conteso, la scelta tra una delle tre principali metodiche di valutazione dipenderà da vari fattori:

a) la metodica del mercato (*market approach*) implica l'ipotesi che nessun operatore razionale potenziale acquirente riconoscerebbe al compendio aziendale un valore significativamente diverso dal prezzo corrente di mercato di attività simili, una volta considerata la manifesta debolezza contrattuale dell'azienda in stato di crisi o insolvente e l'eventuale abbondanza di beni sostituti offerti sul mercato;

b) la metodica dei risultati attesi (*income approach*) implica l'ipotesi che nessun operatore razionale riconoscerebbe ad un'attività un valore significativamente diverso da quello recuperabile attraverso l'uso dell'attività stessa, una volta considerata l'oggettiva maggiore incertezza di scenario ed i rischi specifici che caratterizzano i contesti di crisi;

c) la metodica del costo (*cost approach*) implica l'ipotesi che nessun operatore razionale riconoscerebbe ad un'attività un valore significativamente diverso dal costo di sostituzione (o di rimpiazzo) dell'attività con un'altra in grado di garantire la medesima utilità, una volta considerata l'abbondanza di beni sostituti sul mercato e quindi l'ampia reperibilità di tali beni a costi significativamente scontati [41].

È allora evidente che nel contesto della valutazione d'azienda in generale, ed in quello della CNC in particolare, la metodica di mercato e quella dei risultati attesi sono quelle di più generale applicazione. La metodica basata sul costo difficilmente può essere applicata ad un'impresa in funzionamento, salvo che si tratti di un'impresa appena avviata o di una *start-up* in cui i profitti e/o i flussi di cassa non possono essere determinati in modo affidabile e sul mercato non siano disponibili informazioni adeguate sulle attività e sulle prospettive dell'impresa oggetto di valutazione [42].

Calando tali considerazioni nel contesto delle metodologie di stima codificate dalla prassi aziendalistica italiana, si può osservare [43] che:

- a) le valutazioni di tipo patrimoniale vengono generalmente impiegate per la stima del valore aziendale in ipotesi di crisi irreversibile o di cessione atomistica dei beni, ma possono anche essere impiegate (nelle forme complesse con stima autonoma degli intangibili) per stimare il più probabile risultato di cessione dell'azienda in funzionamento, nello stato in cui si trova o all'esito del risanamento/rilancio;
- b) le valutazioni di tipo reddituale o finanziario presuppongono invece necessariamente la continuità aziendale, attuale o quantomeno prospettica (anche per effetto del risanamento/rilancio).

Quali fattori influenzano la scelta del metodo di valutazione?

Il valutatore deve essere consapevole dell'esigenza di formulare scelte motivate, coerenti con:

- le caratteristiche dell'azienda, o del ramo aziendale considerato;
- la configurazione di valore ricercata;
- le finalità della stima;
- la base informativa disponibile.

Vi sono fattori di natura intrinseca, e fattori di natura contingente: la concreta scelta del metodo di valutazione può dipendere, ad esempio, dalla quantità e qualità delle informazioni che compongono la base informativa ragionevolmente ottenibile in tempi e con costi compatibili con il risanamento.

La scelta dei metodi patrimoniali presuppone la possibilità di disporre, nei tempi richiesti e con costi compatibili con la finalità dell'incarico, di una stima attendibile del valore corrente dei beni che compongono il patrimonio aziendale. Valutazione particolarmente complessa se nell'attivo sono presenti beni intangibili (marchi, brevetti, *know-how*, capitale umano, etc.).



Il ricorso a metodi basati sui flussi presuppone invece l'esistenza o la possibilità di formulare ragionevoli previsioni sui risultati attesi dell'azienda. È quindi impensabile poter valutare l'azienda con tale metodo, nel contesto della crisi aziendale conclamata, senza disporre di un serio ed attendibile piano di risanamento redatto secondo le migliori prassi professionali.

Il ricorso a metodi basati sui multipli è problematico. Da un lato, è poco ragionevole utilizzare i multipli di società quotate, che per definizione sono (o dovrebbero essere) società *in bonis* e solvibili. L'impiego dei multipli ricavati da transazioni comparabili presuppone d'altra parte l'esistenza di un campione significativo di operazioni di mercato osservabili [44], aventi ad oggetto aziende comparabili per dimensione e stato di crisi con quella da valutare.

Nondimeno, l'impiego di metodi empirici basati sui prezzi e multipli osservabili può costituire un importante parametro di riferimento per determinare, ad esempio, il valore che l'azienda potrà (ri)avere una volta raggiunti i risultati previsti dal piano di risanamento.

Se, quindi, si vogliono valutare i possibili proventi realizzabili dalla cessione dell'azienda dopo il suo risanamento, nulla vieta di fare ricorso a tale metodo.

Per le valutazioni finalizzate alla cessione d'azienda nell'ambito di procedure di vendita competitiva (ad esempio nell'ambito del concordato ex art. 18 d.l. 118/2021), la scelta del metodo di valutazione deve tenere conto delle circostanze del caso concreto, ma anche della particolarità e delicatezza delle vendite competitive, i cui risultati sono sempre difficilmente prevedibili.

Il metodo impiegato, e la sua concreta applicazione, devono, da un lato, rifuggire dalla ricerca di valori astratti e solo potenziali, che ben difficilmente potrebbero tradursi in effettivi prezzi di aggiudicazione; ma, dall'altro lato, bisogna – per non ledere gli interessi dei creditori e dell'imprenditore – evitare di sottostimare il bene staggito e vanno pertanto considerate le eventuali possibilità di (anche solo parziale) risanamento, che finiscono per riflettersi, almeno in parte, sul numero dei soggetti potenzialmente interessati e sull'offerta che questi sono disposti a formulare.

Quanto alla configurazione di valore, la maggior parte delle stime farà riferimento al “valore intrinseco” dell'azienda nello stato in cui si trova, ossia «*l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi*» (PIV, I.6.8),

specie quando si tratta di determinare il presumibile valore di realizzo nella prospettiva dell'alternativa liquidatoria.

Non è del tutto escluso che, in circostanze specifiche, possa farsi ricorso ad altre configurazioni di valore.

Difficile, ad esempio, ipotizzare la rilevanza immediata del “valore di mercato”, definito come *«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)»* (PIV I.6.3): la condizione di crisi aziendale rende difficile ipotizzare una completa assenza di coazione a vendere, anche se indubbiamente uno dei fattori chiave di potenziale successo della composizione negoziata sarà proprio la effettiva capacità dell'esperto di creare un contesto relazionale ed ambientale che consenta di avvicinarsi il più possibile a tale configurazione valore.

Il c.d. “valore delle sinergie”, invece, definito dai PIV (I.11.1) come *«il valore addizionale per uno specifico soggetto o per un partecipante al mercato che si genera dalla combinazione di più attività fra loro»*, può assumere rilievo nell'ambito delle trattative e delle valutazioni compiute dall'esperto. Tale valore è determinato prendendo in considerazione solo le c.d. “sinergie universali”, quindi potenzialmente sfruttabili da più soggetti. In alcuni contesti di mercato, allora, un'azienda, seppure in crisi, potrebbe avere un valore sinergico significativo, ad esempio perché facilmente integrabile a valle o a monte nell'ambito di una filiera o catena del valore già esistenti, o perché produce beni e servizi complementari a quelli offerti da più imprese tra loro concorrenti sul medesimo mercato. L'esperto ne dovrà tener conto allorché sia chiamato a valutare le possibili soluzioni di risanamento attraverso la cessione a terzi del compendio aziendale.

Assai più difficile che possa essere preso in considerazione il c.d. “valore speciale” (PIV, I.11.2), che si identifica quando la specifica azienda risulta più attrattiva per uno specifico soggetto piuttosto che per altri partecipanti al mercato, a causa di attributi fisici, geografici, economici o legali. La doverosa ricerca di soluzioni di vendita almeno potenzialmente competitiva ben difficilmente, infatti, potrà spingersi sino al punto da richiedere la valutazione nella prospettiva di un singolo, specifico potenziale acquirente. Potrebbe però accadere che quello specifico soggetto sia parte delle (o venga volutamente coinvolto dall'esperto nelle) trattative: in tal caso, allora, la capacità dell'esperto di valutare al meglio il valore speciale per il potenziale

acquirente (che finisce per coincidere con il suo prezzo di riserva) consentirà di estrarre dalla negoziazione il massimo risultato utile possibile per i creditori.

3 . La stima del canone di affitto dell'azienda o dei suoi rami

3.1 . Le ragioni per cui si stima il canone

Nell'ambito della negoziazione può risultare utile, o anche necessario, stimare il canone ritraibile dall'affitto di azienda.

Tale stima può essere necessaria per valutare con buona approssimazione i proventi ritraibili da una soluzione di continuità che preveda l'affitto (poi nella forma del c.d. affitto ponte o anche un affitto di lungo periodo).

L'esperto può, d'altra parte, dover valutare la congruità del canone di un affitto già in corso, per decidere se puntare – ai fini del risanamento – sul mantenimento del contratto, la sua risoluzione ovvero la una semplice rinegoziazione.

Potrebbe, infine, capitare di dover valutare la congruità di una concreta proposta di affitto ricevuta durante le trattative, o ancora di dover determinare una congrua base d'asta per l'eventuale affitto da stipularsi attraverso l'espletamento di procedure competitive.

Non è possibile in questa sede svolgere un'analisi approfondita, visto il taglio dell'opera.

È tuttavia sempre opportuno, laddove il risanamento ipotizzato passi attraverso un'operazione di affitto di azienda, condurre sin da subito una verifica empirica di primo impatto, per accertare se, *ictu oculi*, possa escludersi qualunque sospetto di distrattività dell'operazione.

Laddove la soluzione concretamente individuata all'esito delle trattative (o del fallimento di esse) preveda l'affitto dell'azienda come atto esecutivo del piano (poi di risanamento o di liquidazione), la valutazione del canone ritenuto congruo dovrà essere fatta in modo più approfondito e puntuale. Tale "giusto valore", infatti, costituirà la base d'asta laddove si debba dar corso a procedure di selezione competitiva dell'affittuario; in caso di liquidazione con proposta c.d. "chiusa", la valutazione di congruità costituirà un elemento del più articolato giudizio di

«*assenza di soluzioni migliori sul mercato*» richiesto dall'art. 19, c. 2°, d.l. 118/2021 [45]

Può, infine, accadere che l'accesso alla procedura di composizione negoziata sia richiesto non dalla impresa concedente (o aspirante tale), bensì dall'affittuario [46]: anche in tal caso potrà risultare necessaria la valutazione del "giusto canone" di affitto, vuoi per confermare la percorribilità della soluzione di continuità, vuoi per porre le basi di una eventuale rinegoziazione delle condizioni contrattuali dell'affitto.

3.2 . I criteri indicati dalla letteratura e dalla prassi

Per appurare se un'operazione di affitto di azienda possa essere ritenuta distrattiva la letteratura economica [47] e la prassi aziendalistica impiegano un metodo di verifica della congruità del canone di affitto fondato sull'analisi dei rendimenti del capitale investito.

In particolare, per la determinazione del "giusto" valore economico del canone d'affitto la letteratura e la prassi indicano l'utilizzo della seguente formula [48]

$$Ca = i * Aw$$

in cui:

Ca rappresenta il congruo canone di affitto relativo all'attivo operativo;

Aw costituisce il valore economico dell'attivo operativo oggetto di affitto;

i è il tasso di congrua remunerazione del capitale investito nell'attivo operativo dell'impresa.

In particolare, per la determinazione del giusto canone, occorre considerare:

- il grado di rischio dell'attività;
- la prevedibile costanza (o variabilità) dei redditi futuri;
- il settore di appartenenza dell'azienda;
- l'ambiente in cui opera l'azienda (concorrenza, flessibilità normativa, influenza delle innovazioni tecnologiche, ecc).

3.2.1 . Il tasso di giusta remunerazione

Il tasso di remunerazione normale del capitale "i" viene spesso indicato come costo del capitale (c.o.e.: *cost of equity*, talvolta convenzionalmente indicato come K_e) per

l'azienda specifica.

Altri autori suggeriscono di impiegare il WACC (costo medio del capitale: *weighted average costo of capital*), dato dalla media del costo del capitale proprio e del costo del debito, ponderata in funzione della leva finanziaria.

Altri autori ancora sottolineano – con notazione condivisa da chi scrive – che, pur essendo ragionevole giudicare la congruità del canone di affitto sulla base della comparazione con una remunerazione attesa dal capitale investito, vanno attentamente valutati e ponderati tanto il capitale oggetto di investimento [49] quanto il saggio di “giusto rendimento” [50], per il quale si dovrebbe assumere un qualche valore intermedio tra il tasso privo di rischio e il costo del capitale proprio K_e [51].

È infatti innegabile che «*il locatore, a seguito dell'operazione di affitto, cambia in modo radicale il proprio profilo di rischio in relazione all'azienda oggetto del contratto*» [52]; e tuttavia questi resta comunque, quantomeno *indirettamente*, esposto a vari rischi collegati al modo in cui l'affittuario gestirà l'azienda, ed al generale rischio di impresa a cui quest'ultimo rimane soggetto.

Va infine osservato che la valutazione con tali metodi è fatta nella prospettiva del concedente, mentre i metodi da impiegare per un'analogha valutazione nella prospettiva dell'affittuario debbono necessariamente essere differenti, dovendosi basare sulle prospettive di quest'ultimo.

3.2.2 . La stima del capitale operativo oggetto di affitto

Il capitale operativo oggetto di affitto deve essere anch'esso stimato impiegando le metodologie illustrate nel paragrafo precedente.

I PIV non forniscono indicazioni esplicite riguardo il canone d'affitto, ma dall'impianto complessivo possono essere tratte utili indicazioni.

Va in primo luogo definito se debba essere considerato, nella stima del capitale aziendale oggetto di affitto, l'avviamento, giacché in base all'articolo 2561 del codice civile ed alle applicazioni giurisprudenziali di tale disposizione tale caratteristica dell'azienda resta di pertinenza del concedente, mentre oggetto dell'inventario sarebbero esclusivamente l'insieme dei beni che costituiscono il perimetro dell'affitto. Vi sono tuttavia casi in cui la configurazione del solo compendio dei beni (o capitale operativo) risulta troppo angusta: vi sono realtà (si pensi ad alcune

aziende del settore HORECA, alle farmacie, alle rivendite di generi di monopolio) in cui l'avviamento costituisce il principale bene oggetto di affitto e la primaria fonte di reddito, che finisce per identificarsi con l'essenza dell'azienda, i cui elementi materiali sono del tutto marginali.

L'adozione di una stima patrimoniale semplice dei soli beni inventariati potrebbe allora rivelarsi troppo penalizzante per il concedente.

La configurazione di valore da adottare, che può includere l'avviamento, è allora il possibile valore realizzabile con la cessione dell'azienda (nel contesto di crisi in cui si trova, beninteso), ossia il prezzo probabile al quale l'azienda sarebbe ceduta nel contesto della risoluzione della crisi. Si tratta, in sostanza, di un valore di realizzo al quale l'imprenditore (e i suoi creditori) rinuncia(no) per concedere l'azienda in affitto. Sono generalmente ritenute non corrette le stime fondate su rendimenti storici (specifici, ma anche di mercato, come ad esempio il ROI o il ROE di settore) perché non risultano espressivi delle effettive attese di rendimento, posto che il concedente rinuncia ai frutti futuri dell'azienda e non a quelli passati.

3.3 . Notazioni conclusive

Dalle considerazioni che precedono discende che la stima del canone d'affitto dell'azienda nella composizione negoziata non può essere condotta in maniera astratta.

Non solo perché – come per qualunque valutazione d'azienda – si deve tenere conto di tutti i fattori rilevanti (caratteristiche dell'azienda, contesto di mercato, prospettive delle parti, finalità e contesto dell'operazione, et cetera), ma anche – e soprattutto – perché il presupposto della valutazione è un contratto (stipulato o stipulando) il cui concreto contenuto negoziale risulta determinante nella definizione dell'assetto degli interessi delle parti e, conseguentemente, della capacità dell'una o dell'altra parte di estrarre valore dall'operazione.

Tra i vari fattori che incidono nella valutazione del caso concreto si possono ricordare: la presenza, o assenza dell'opzione di acquisto ed i relativi tempi e modalità; i criteri di determinazione del prezzo di tale acquisto; l'eventuale presenza di una formula di (parziale o totale) reimputazione dei canoni con formula rent-to-buy; i criteri di regolamento delle differenze di inventario al termine del contratto; i concreti rischi di dissipazione od appropriazione degli intangibili aziendali [53] ; le

effettive prospettive di incremento (o decremento) del valore dell'azienda al termine dell'affitto; la durata del contratto e le condizioni per eventuali proroghe, specie in relazione alla durata dei cicli operativi e finanziari aziendali; la presenza e la natura di eventuali garanzie (anche sotto forma assicurativa) di solvibilità e/o di mantenimento del valore; in caso di affitto di un solo ramo d'azienda, il trasferimento di risorse umane chiave e/o di competenze (anche attraverso obblighi formativi/informativi in capo al concedente), ovvero il perdurante collegamento tra il ramo affittato e l'azienda residua del concedente (ad esempio per servizi amministrativi e contabili, outsourcing informatico, licenze su beni immateriali, et cetera).

Tali fattori (e molti altri qui non elencati) condizionano certamente la valutazione della congruità di un canone già pattuito.

Ma nella prospettiva dell'esperto, si tratta soprattutto di altrettanti elementi da prendere in considerazione nell'ambito delle trattative finalizzate al risanamento: conoscere e comprendere l'impatto che ciascuno degli elementi negoziali sopra ricordati ha sui valori in gioco e, soprattutto, sulla loro distribuzione tra le parti è essenziale per condurre consapevolmente il tentativo di mediazione plurilaterale. Non si tratta solamente di allocare in modo corretto rischi e benefici tra le parti del contratto di affitto; l'obiettivo è, piuttosto, quello di distribuire in modo soddisfacente tra tutte le parti interessate (imprenditore, affittuario, creditori, altri stakeholders) i valori in gioco, possibilmente massimizzandoli (sotto i vincoli esistenti) per assicurare il corretto bilanciamento tra le aspettative di soddisfazione dei creditori e l'interesse (individuale e collettivo) al risanamento ed alla prosecuzione dell'attività.

Note:

[1] Pubblicato in G.U. n. 2020 del 24 agosto 2021 – Serie generale, e convertito con modificazioni dalla legge 21 ottobre 2021, n. 147.

[2] V. articolo 5 comma 2 del d.l. n.118/2021.

[3] V. articolo 2 comma 2 del d.l. n.118/2021.

[4] In tal senso la sez. III, punto 2 del Decreto Dirigenziale del Ministero della Giustizia, attuativo della disciplina.



- [5] Relazione illustrativa al d.l. n.118/2021.
- [6] In tal senso la sez. la sez. I, punto 1 del Decreto Dirigenziale del Ministero della Giustizia, attuativo della disciplina.
- [7] In tal senso la sez. la sez. III, punti 4 e ss. del Decreto Dirigenziale del Ministero della Giustizia, attuativo della disciplina.
- [8] V. articolo 9 del d.l. n.118/2021.
- [9] V. articoli 6 e 7 del d.l. n.118/2021.
- [10] V. articolo 19 del d.l. n.118/2021.
- [11] V. articolo 12 del d.l. n.118/2021.
- [12] In tal senso la sez. III, punto 12.4 del Decreto Dirigenziale del Ministero della Giustizia, attuativo della disciplina.
- [13] In tal senso la sez. III, punto 12.2 del Decreto Dirigenziale del Ministero della Giustizia, attuativo della disciplina.
- [14] In tal senso la sez. III, punto 13.2 del Decreto Dirigenziale del Ministero della Giustizia, attuativo della disciplina.
- [15] V. articolo 18 comma 3, legge n.147/2021.
- [16] In tal senso la sez. III, punto 14.3.1 del Decreto Dirigenziale del Ministero della Giustizia, attuativo della disciplina.
- [17] V. articoli 6,7 e 8, legge n. 147/2021.
- [18] V. articolo 18 comma 1, legge n.147/2021.
- [19] L'ausiliario, nominato ai sensi dell'art. 68 c.p.c., dovrà comunicare l'accettazione dell'incarico entro tre giorni dalla comunicazione del decreto. All'ausiliario si applicano le disposizioni dettata dal Codice delle leggi antimafia (d.lgs. 159/2015) sull'assenza di cause di incompatibilità dell'amministratore giudiziario.
- [20] V. articolo 5 comma 3, legge 147/2021.

- [21] V. articolo 19 commi 2 e 3, legge 147/2021.
- [22] V. articolo 18, legge 147/2021.
- [23] V. articolo 19 comma 2, legge 147/2021.
- [24] In tal senso la sez. III, punto 12.2 del Decreto Dirigenziale del Ministero della Giustizia, attuativo della disciplina.
- [25] V. articolo 5, comma 3, lettera c), legge n. 147/2021.
- [26] M. BINI, La valutazione delle imprese in crisi: primi risultati del Gruppo di Lavoro OIV, relazione al Convegno Nazionale OIV - La valutazione d'azienda alla luce del nuovo codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, Milano, 3.6.2019.
- [27] Definito (B.J. STEFFEN, Reorganization value: what it is ... and what it isn't, in AIRA Journal, Vol. 30, n. 3, 2016, 14 ss.) come la misura del fair value dell'impresa in continuità («as a going concern») che emergerà dalle procedure di composizione della crisi, al lordo delle passività; corrisponde, o dovrebbe corrispondere, al prezzo che un acquirente interessato pagherebbe per acquisire le attività dell'impresa all'esito della composizione della crisi. Include il valore delle attività che resteranno destinate alla continuità aziendale, più il valore degli altri cespiti non funzionali all'esercizio dell'impresa (si tratterà, per lo più, della liquidità in eccesso rispetto al fabbisogno di cassa della continuità e dei proventi da liquidazione dei beni non destinati alla continuità).
- [28] Cfr. ad es. F. BUTTIGNON, Distressed firm valuation: reorganization plan and going-concern capital value, in SSRN, dicembre 2014; M. BINI, Principi e formula generale di valutazione delle imprese a rischio di non sopravvivenza, in La valutazione delle Aziende, Vol. 3, luglio 2020, 17; M. BINI, La valutazione d'azienda a fini di una liquidazione forzata in asta, in La valutazione delle Aziende, Vol. 3, luglio 2020, 2; F. BUTTIGNON, La valutazione delle imprese in crisi finanziaria, in La valutazione delle Aziende, Vol. 2, dicembre 2019, 37; M. BINI, Le valutazioni nelle crisi e nelle situazioni di insolvenza delle imprese, 2019, 33, CNDCEC-SIDREA, Linee guida per la valutazione di aziende in crisi, dicembre 2016; A. AMADUZZI, E. COMUZZI, O. FERRARO e G. LIBERATORE, La valutazione delle aziende in crisi, Giuffrè, Milano, 2014; A. PANIZZA, Valutare

un'azienda in crisi: quali sono le regole che deve seguire il professionista, in *Quotidiano Ipsoa*, Wki, 21.12.2020; FONDAZIONE NAZIONALE DOTTORI COMMERCIALISTI, *La valutazione delle aziende in crisi: spunti e riflessioni*, Roma, 2015; G. W. NEWTON, P. N. SHIELDS e J. F. HART. *Business valuation in bankruptcy. A non-authoritative guide*, AICPA Consulting Services Practice Aid 02-1, 2002, *Newsletters*, 168; L.M. QUATTROCCHIO e B.M. OMEGNA, *La valutazione d'azienda nelle procedure concorsuali*, in *Diritto ed Economia dell'Impresa*, n. 3/2016, <http://www.dirittoeconomiaimpresa.it/valutazione-d-azienda-nelle-procedure-concorsuali>, u.c. 30.12.2021.

- [29] Sull'impatto che l'esercizio provvisorio può avere sulla conservazione (e addirittura parziale ripristino) del valore dell'azienda, cfr. A. FERRI, *Il piano nella liquidazione giudiziale con esercizio provvisorio*, Giappichelli, Torino, 2021. Pp. 75 ss.
- [30] È lo schema proposto da M. BINI, *Le valutazioni nelle crisi e nelle situazioni di insolvenza delle imprese*, cit. a nota 35, p. 43.
- [31] In chiave aziendalistica, giacché la nozione giuridica di insolvenza richiede necessariamente anche l'analisi del profilo temporale delle scadenze di pagamento, coesenziali alla nozione di regolarità dell'adempimento delle proprie obbligazioni.
- [32] Tanto più gravemente, quanto più dalla condizione di c.d. "crepuscolo aziendale" o pre-crisi, l'impresa scivola verso la crisi conclamata o addirittura verso l'insolvenza.
- [33] In letteratura (M. BINI, *Principi e formula generale di valutazione delle imprese a rischio di non sopravvivenza*, cit. a nota 35, p. 29) si è proposta la seguente formula:
- $$\text{EV pre money} = V(\text{Asset in place}) + V(\text{Redundant asset}) - \text{Nuova finanza} - \text{Costi di transazione (per la raccolta di nuova finanza)} + V(\text{Nuovi investimenti}) - V(\text{costi di monitoring e di bonding}) - V(\text{costi diretti ed indiretti di dissesto}) - V(\text{rischi di minor commitment sui nuovi investimenti}) - V(\text{rischi di asset substitution e di risk shifting}).$$
- L'analisi di tale complesso metodo di stima esula dai limiti della presente trattazione; molti degli elementi che tale formula considera sono comunque trattati nel testo.

- [34] Cfr. M. BINI, La valutazione delle imprese in crisi: primi risultati del Gruppo di Lavoro OIV, cit. a nota 33, p. 11; M. BINI, Le valutazioni nelle crisi e nelle situazioni di insolvenza delle imprese, cit. a nota 35, pp. 41 e ss.
- [35] M. BINI, Le valutazioni nelle crisi e nelle situazioni di insolvenza delle imprese, cit. a nota 35, p. 41.
- [36] Il lettore completamente digiuno della materia potrà consultare, per un primo orientamento che voglia prescindere dalla lettura di un pur semplice manuale, i Principi Italiani di Valutazione (PIV) emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione (OIV) nel 2015, e la Guida alla valutazione (listing guides) pubblicata da Borsa Italiana nel 2004.
- [37] Bisogna tuttavia diffidare di quelle letture che ritengono indefinitamente sacrificabile l'interesse dei creditori in nome della continuità, quasi all'insegna di una rivisitazione del motto pompeiano (Polibio, Vita di Pompeo, 50, 1) adattata alla retorica dei Battelli del Reno, che suonerebbe così: πλεῖν ἀνάγκη, αποδιδόναι (τά χρέα) οὐκ ἀνάγκη (navigare è necessario, pagare i debiti non è necessario). Ci si permette di rinviare ad un brevissimo scritto di uno degli A. (M. TARABUSI, Navigare è necessario, pagare i debiti non è necessario, https://www.linkedin.com/posts/marcello-tarabusi-752582212_1936-norddeutscher-lloyd-activity-6871128778287013888-8MmC, u.c. 30.12.2021).
- [38] L.M. QUATTROCCHIO e B.M. OMEGNA, La valutazione d'azienda nelle procedure concorsuali, cit. a nota 35.
- [39] Tali passività, infatti, costituiscono una componente - di segno negativo - dei flussi netti prospettici generati dalla continuità ipotizzata nel piano.
- [40] Che potranno tradursi in maggiorazioni nei tassi di attualizzazione, o in abbattimenti prudenziali (c.d. haircut) dei flussi prospettici, o ancora nell'elaborazione di scenari di stress o altre analisi di sensitività. Avendo cura, tuttavia, di non impiegare più correttivi per incorporare il medesimo rischio.
- [41] Si veda, ancora una volta, M. BINI, La valutazione delle imprese in crisi: primi risultati del Gruppo di Lavoro OIV, cit. a nota 33.
- [42] L.M. QUATTROCCHIO e B.M. OMEGNA, La valutazione d'azienda nelle procedure

concorsuali, cit. a nota 35.

[43] A. PANIZZA, Valutare un'azienda in crisi, cit. a nota 35.

[44] Non si tratta, a ben vedere, di un'ipotesi solo scolastica, anche se limitata a campi e settori specifici. Un esempio tipico sono le farmacie: nella stragrande maggioranza dei casi, se non in tutti, infatti, la crisi di una farmacia è originata da errori gestionali del titolare o da comportamenti di prelievo personale di risorse incompatibili con i flussi generati dalla gestione. Al punto che, tra i pratici del settore, è invalso il motto «fallisce sempre il farmacista, mai la farmacia». L'osservazione dei risultati delle vendite competitive nelle procedure concorsuali consente allora di ricavare, in simili contesti, un non piccolo campione di transazioni comparabili dal quale estrarre i relativi multipli (che nel caso specifico sono quasi sempre EV/SALES). Senza dimenticare che l'acquirente non basa mai la sua offerta su un multiplo dei risultati storici degli ultimi esercizi antecedenti al fallimento, tipicamente depressi rispetto al potenziale dell'azienda (anche senza sinergie); fa riferimento, invece, a multipli forward basati sui risultati prospettici che ritiene di poter raggiungere in tempi ragionevoli (e, quasi sempre, non impiega nelle valutazioni multipli EV/SALES, ma EV/EBITDA o EV/EBIT).

[45] Certamente nel senso che un eventuale giudizio di non congruità del canone per difetto dovrà indurre l'esperto ad una più approfondita attività di ricerca di soluzioni alternative, nella selezione tra differenti strategie per saggiare il mercato (sulle modalità per tale ricerca cfr. G. D'ATTORRE, La liquidazione del Patrimonio, in Le nuove misure di regolazione della crisi di impresa, su www.dirittodellacrisi.it, novembre 2021, pp. 162 ss., a p. 163, u.c. 30.12.2021; A. FAROLFI, La liquidazione del patrimonio, in *Il Fallimento*, 12/2021, pp. 1623 ss., a pp. 1630-1633). Ma non è da escludere che una rigorosa valutazione, adottata su una adeguata base informativa, che si concluda con un giudizio motivato e attendibile di congruità ben potrebbe consentire di adottare procedure di market-test più snelle, nell'ambito del bilanciamento degli interessi in gioco rispetto specifiche esigenze di celerità e/o di contenimento di costi, purché adeguatamente individuate e motivate. Tanto più laddove l'affitto non costituisca la principale attività esecutiva del piano, bensì una semplice operazione-ponte in vista di un (auspicato) più proficuo realizzo.

- [46] Ben potendosi ipotizzare che anche l'affittuario dell'azienda sia nelle condizioni di proporre una soluzione negoziata che preveda la continuità, poi diretta in caso di prosecuzione dell'attività in proprio, ovvero – ma assai più problematicamente – indiretta in caso di retrocessione dell'azienda al concedente (sulla problematicità della qualificazione del piano in tali fattispecie ci si permette di rinviare a M. TARABUSI, *To continuity and beyond: viaggio ai confini della continuità aziendale*, in *ilFallimentarista.it*, 10 dicembre 2021).
- [47] Cfr. ad es. M. RUTIGLIANO e L. FACCINCANI, *La stima del “congruo” canone nell'affitto di azienda. Una diversa prospettiva di analisi*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, settembre-ottobre 2011, pp. 498 ss; F. BAVAGNOLI, C. DE TILLA, N. FERRARO e P. RIVA, *L'affitto d'azienda: Profili giuridici, economico-aziendali e contabili. Il suo utilizzo nelle crisi d'impresa*, Egea, Milano, 2011, pp. 75 ss.; M. LACCHINI, R. TREQUATTRINI, *Sulla individuazione del canone «congruo» in ipotesi di affitto d'azienda (con particolare riguardo alle imprese in fallimento)*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, luglio-agosto 1998; A. MECHELLI, *La stima del valore congruo del canone di locazione nell'ipotesi di affitto d'azienda*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 5, 2007; A. DANOVI, *Fallimento, valutazione e affitto d'azienda*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 4, 2000, pp. 510 e ss.; LACCHINI, *La determinazione del canone congruo di affitto di azienda nel concordato preventivo*, in *www.ilfallimentarista.it*, 13.12.13, u.c. 30.12.2021; CNDCEC, *La determinazione del canone congruo di locazione d'azienda nelle procedure concorsuali*, marzo 2016; M. BUONGIORNO, *La valutazione della congruità del canone di affitto di azienda nelle procedure concorsuali: alcune riflessioni alla luce del recente documento del Cndcec*, in *Bilancio, vigilanza e controlli*, n. 7/2016, pp. 14 ss.
- [48] Alcuni autori indicano una formula più complessa, che tiene conto anche di specifici fattori legati alla specifica configurazione delle clausole dell'affitto. Ad esempio F. BAVAGNOLI, C. DE TILLA, N. FERRARO e P. RIVA, *L'affitto d'azienda*, cit. a nota 44, pos. 3324 dell'edizione Kindle, propongono la seguente formula generale:
- $$FR = (W * IBR) + Rendita \Delta W + MS$$
- dove: FR = congruo canone di affitto (Fair Rent); W = valore economico

dell'azienda affittata all'inizio del contratto; IBR = tasso di finanziamento marginale/incrementale (Incremental Borrowing Rate) dell'affittuario, ovvero il tasso di interesse di mercato a cui l'affittuario potrebbe ricevere un finanziamento da parti indipendenti, garantito dall'azienda affittata, avente durata pari al contratto di affitto e da rimborsare in una sola soluzione alla scadenza (definizione all'epoca conforme a IAS 17 § 4; si veda oggi l'Appendice A allo IFRS 16); Rendita ΔW = la rendita equivalente alla perdita (o incremento) di valore attesa alla fine del contratto, per la parte non coperta dal conguaglio di fine contratto (ove previsto); MS = l'ammontare medio atteso delle spese di manutenzione straordinaria a carico del concedente. Ciascuna delle componenti della formula viene valorizzata sulla base della specifica regolamentazione contrattuale in essere, delle caratteristiche dell'azienda e delle prospettive delle parti del contratto. Nell'intenzione degli A. tale formula «pare idonea a fornire elementi concreti per la determinazione di un valore economico del canone di affitto: -stimato nell'ottica di un terzo indipendente ed imparziale rispetto alle parti coinvolte nella negoziazione; -quantificato in modo quanto più razionale, dimostrabile e verificabile possibile;-stabile, tendenzialmente, nel tempo. A tale proposito, rilevato che vi è unanimità nella dottrina nel far dipendere il congruo canone di affitto dal valore economico dell'azienda affittata, ciò che lo schema proposto aggiunge in concreto è: -un criterio non discrezionale o apodittico per determinare il coefficiente moltiplicativo del valore economico da cui scaturisce il congruo canone (nel modello proposto, il tasso IBR); -degli elementi aggiuntivi (Rendita ΔW e MS) per tenere conto della natura non standardizzata del contratto di affitto di azienda, per cui risulta possibile prevedere canoni diversi per contratti che hanno pattuizioni contrattuali diverse e, quindi, convenienze economiche delle parti profondamente diverse. La formula proposta, infine, enucleando gli elementi di convenienza economica e i rischi a carico del gestore e del proprietario si presta anche come schema concettuale per la negoziazione». Il presupposto su cui si basa tale metodo di calcolo è che l'operazione sia assimilabile ad un finanziamento fatto all'affittuario avente come garanzia reale l'azienda: si assume, in sintesi, che tale sia la "sostanza economica" dell'operazione. Tale assimilazione è coerente con l'approccio tutto anglosassone al principio substance over form, che svilisce - forse eccessivamente - la qualificazione giuridica delle operazioni.

- [49] Dovendosi decidere se far riferimento al CCN, ovvero al solo attivo operativo, da valutarsi a propria volta alternativamente come capitale effettivamente investito, ovvero come capitale economico (o addirittura potenziale) che tenga conto anche degli intangibili non contabilizzati.
- [50] Tenendo conto che la congruità del canone non deve essere comparata con la redditività economica pura e semplice del complesso aziendale, giacché:
- ove così si facesse, si assumerebbe che il canone di affitto assorba intermanete il profitto dell'affittuario, rendendo così l'operazione antieconomica per questi;
 - il rischio di impresa non grava più, o comunque non interamente, sul concedente, che lo sopporta solo indirettamente (come rischio di insolvenza dell'affittuario e/o di depauperamento/disavviamento dell'azienda), mentre il rischio diretto imprenditoriale grava sull'affittuario.
- [51] Il documento CNDCEC, La determinazione del canone, cit. a nota 48, suggerisce l'impiego di un tasso composto con metodo build-up nella formula $i+s$, dove; i è un tasso che riflette il rischio di inadempimento della controparte; s è una maggiorazione del saggio associata all'alea derivante da cattiva gestione. La configurazione è logicamente condivisibile, ma di assai difficile applicazione, giacché se la distinzione tra i due rischi è concettualmente agevole, sul piano operativo la stima autonoma delle due componenti rischia di sconfinare nell'arbitrarietà (per l'impossibilità di osservare input di mercato che misurino separatamente i due rischi e, soprattutto, il secondo).
- [52] Cfr. F. BAVAGNOLI, C. DE TILLA, N. FERRARO e P. RIVA, L'affitto d'azienda, cit. a nota 44, pos. 1837 dell'edizione Kindle.
- [53] In una piccola azienda di commercio o servizi al dettaglio, il cui avviamento sia costituito essenzialmente dalla posizione e/o dalla clientela di riferimento, il rischio di distrazione di tale valore da parte dell'affittuario è relativamente basso (ma non nullo); in un'impresa industriale o di servizi ad alto contenuto tecnologico e/o di capitale umano, specie se non collegato a diritti di proprietà intellettuale autonomamente tutelati, l'appropriazione può essere immediata, o quasi; in alcuni settori (ad esempio nella moda) il declino di valore dei beni intangibili (marchi e altri segni distintivi) per effetto di scelte sbagliate o anche



solo per ritardi contingenti (“salto” di una o più stagioni) può essere molto rapido; e così via.

DIRITTO DELLA CRISI