

CORSO per Esperto nella Composizione Negoziata per la Soluzione della Crisi d'impresa

Composizione negoziata per la soluzione della crisi previsto dal DL 118/2021, convertito nella L. 147 del 21/10/2021

ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI
ORDINE DEGLI AVVOCATI
ORDINE DEI CONSULENTI DEL LAVORO
di Genova

La stima della liquidazione del patrimonio

Dott. Fabio Pettinato

18 marzo 2022



studio
tributario
societario

Pettinato

&

Gibellini

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

PREMESSA



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

- 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;
- 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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

PREMESSA



Il concordato semplificato per la liquidazione del patrimonio è una 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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

INTRODUZIONE



Nel corso della Composizione negoziata 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, 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 sia con esito positivo che negativo.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

AL MOMENTO ACCETTAZIONE DELL'INCARICO



Il presupposto essenziale per l'accesso e per la prosecuzione della composizione negoziata è la risanabilità dell'impresa. Il percorso negoziale ha infatti, come obiettivo il risanamento dell'impresa intesa quale organizzazione produttiva da preservare, tutelando la continuità aziendale, se necessario anche attraverso il trasferimento d'azienda o di rami di essa.

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 *set* di autodiagnosi disponibile sulla piattaforma telematica nazionale

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

AL MOMENTO ACCETTAZIONE DELL'INCARICO – SEGUE



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. 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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

AL MOMENTO ACCETTAZIONE DELL'INCARICO – SEGUE



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 per valutare che vi siano concrete prospettive di risanamento.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

AL MOMENTO ACCETTAZIONE DELL'INCARICO – SEGUE



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 o lo svolgimento di tutto il percorso negoziale, che potrà essere interrotto in qualsiasi momento qualora essa venga meno qualora essa venga meno.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

AL MOMENTO ACCETTAZIONE DELL'INCARICO – SEGUE



L'esperto 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 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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

AL MOMENTO ACCETTAZIONE DELL'INCARICO – SEGUE



All'esito della valutazione, 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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

ISTANZA AUTORIZZATIVA AL TRIBUNALE



Una delle caratteristiche principale della composizione negoziata 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 che di straordinaria amministrazione.

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 l'esperto ritenga che l'atto in questione possa arrecare pregiudizio ai creditori, alle trattative o prospettive di risanamento, dovrà segnalarlo all'imprenditore e all'organo di controllo della società.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

ISTANZA AUTORIZZATIVA AL TRIBUNALE – SEGUE



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 dei crediti;

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

ISTANZA AUTORIZZATIVA AL TRIBUNALE – SEGUE



- l'erogazione di finanziamenti a favore di terzi e 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 patrimonio destinati e forme di segregazione del patrimonio in generale;
- gli atti dispositivi in genere.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

ISTANZA AUTORIZZATIVA AL TRIBUNALE – SEGUE



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.

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

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

ISTANZA AUTORIZZATIVA AL TRIBUNALE – SEGUE



Se però il debitore vuole che la vendite avvenga con la clausola dell'esonero dell'acquirente dai debiti insistenti sull'azienda e risultanti dai libri contabili obbligatori, 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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

STIMA DELL'ALTERNATIVA LIQUIDATORIA DEL PATRIMONIO



Il decreto dirigenziale supporta 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:

- all'esperto potrà essere 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;
- 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 valutarne l'utilità dell'eventuale liquidazione;

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

STIMA DELL'ALTERNATIVA LIQUIDATORIA DEL PATRIMONIO



- 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 risultanti della liquidazione ed alle garanzie offerte.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

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;
- 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;
- d) informativa sullo stato delle eventuali delle eventuali misure esecutive e cautelari già disposte e sui ricorsi eventualmente pendenti per la dichiarazione di fallimento;

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

LA REDAZIONE DELLA RELAZIONE FINALE DELL'ESPERTO – SEGUE



e) autorizzazioni richieste e concesse

f) considerazioni sulla perseguibilità del risanamento e sulla idoneità alla soluzione individuata o in alternativa sulla sua non perseguibilità

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

LA REDAZIONE DELLA RELAZIONE FINALE DELL'ESPERTO – SEGUE



L'esperto è 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.

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

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

LA REDAZIONE DELLA RELAZIONE FINALE DELL'ESPERTO – SEGUE



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

- le trattative si sono svolte secondo correttezza e buona fede;
- le trattative non hanno avuto esito positivo;
- le soluzioni elencati 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 da un piano di liquidazione *ex art. 18 L. 147/2021*.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO NELL'AMBITO DEL CONCORDATO SEMPLIFICATO



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, o di uno o più dei suoi rami, o di specifici beni, in deroga alle disposizioni dell'articolo 163 l.fall. e dell'art. 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 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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO NELL'AMBITO DEL CONCORDATO SEMPLIFICATO – SEGUE



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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

CONSIDERAZIONI



Nel caso in cui durante la composizione negoziata 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'art. 2560 c.c., potrà essere chiamato a esprimersi:

- sulla congruità del prezzo;
- sulle modalità con cui si è arrivati all'individuazione dell'acquirente;
- ogni altro elemento ritenuto utile dal Tribunale.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

CONSIDERAZIONI



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, 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 l'utilità che deriverebbero dalla liquidazione, nel rispetto dell'ordine delle prelazioni, sulla base dell'elenco dei creditori depositato.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

CONSIDERAZIONI



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 valori presumibili risultati dalla 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'art. 18, comma 3.

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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

CONSIDERAZIONI



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 patrimoniale, reddituali, misti, finanziari, di mercato), delle linee guida emanate dal CNDCEC 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 STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

CONSIDERAZIONI



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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

CONSIDERAZIONI



A mero titolo esemplificativo, numerosi sono gli aspetti «qualitativi» in grado di impattare notevolmente sulla stima nonché sull'effettiva realizzabilità dei complessi aziendali:

ASPETTI

Dipendenza da figure chiave

Risoluzione automatica di contratti con la clientela

Perdita reputazionale con particolare riferimento a clientela di livello internazionale

Richieste danni e penali in caso di liquidazione

Cause della crisi

Base documentale

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

CONSIDERAZIONI



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 il 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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

CONSIDERAZIONI



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).

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

CONSIDERAZIONI



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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

CONSIDERAZIONI



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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

CONSIDERAZIONI



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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

CONSIDERAZIONI



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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

FINALITÀ DELLA STIMA DELL'AZIENDA



Tra le numerose finalità ipotizzabili, nel contesto della negoziazione assistita quelle che ricorrono con maggior probabilità sono le seguenti:

- 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);

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

FINALITÀ DELLA STIMA DELL'AZIENDA



- valutazioni di convenienza a continuare l'attività (stima del c.d. *reorganization value* o valore del compendio), 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;

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

FINALITÀ DELLA STIMA DELL'AZIENDA



- 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);

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

FINALITÀ DELLA STIMA DELL'AZIENDA



- possibili liti pendenti e minacciate, indennizzi per eventuale scioglimento di contratti in corso (passività potenziali insistenti sul compendio aziendale).

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

LA STIMA DELL'AZIENDA



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

In linea di principio si identificano i seguenti valori:

- *fair value;*
- *fair market value;*
- *investment value;*
- *liquidation value;*
- *forced liquidation value.*

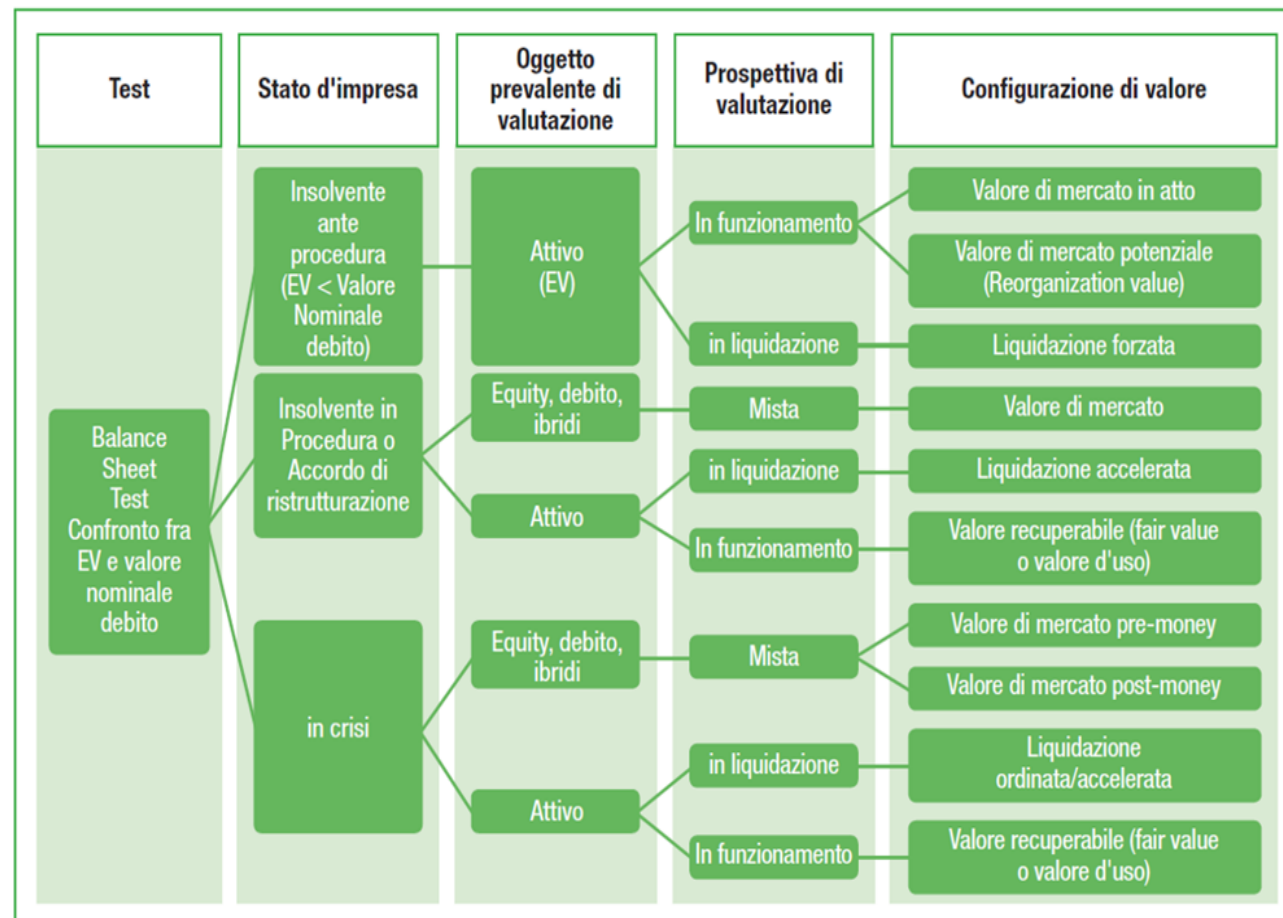
LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

LA STIMA DELL'AZIENDA



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

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



LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

LA STIMA DELL'AZIENDA



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. 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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

OGGETTO DELLA STIMA E LE CONFIGURAZIONI DI VALORE



Le valutazioni possono infatti riguardare:

L'attivo operativo dell'azienda in funzionamento	Il prezzo di emissione di nuove azioni con esclusione del diritto di opzione
L'attivo operativo dell'azienda « <i>post money</i> »	Il valore di eventuali differenti categorie di azioni o di altri strumenti finanziari partecipativi emessi nel tentativo di risanamento
L'attivo operativo dell'azienda sulla base del piano di risanamento redatto	I singoli cespiti attivi non funzionali alla continuità, in vista della loro cessione ordinata, accelerata o forzata o ai fini di garanzia
Il patrimonio dell'azienda considerata in funzionamento	Le passività potenziali o i contratti onerosi ai fini di una loro risoluzione transattiva

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

OGGETTO DELLA STIMA E LE CONFIGURAZIONI DI VALORE



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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

OGGETTO DELLA STIMA E LE CONFIGURAZIONI DI VALORE



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);
- c) il valore recuperabile (ai fini di *impairment test*, pari al maggiore fra valore d'uso e *fair value*)

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

OGGETTO DELLA STIMA E LE CONFIGURAZIONI DI VALORE



Ciò in quanto:

- i creditori dell'impresa insolvente sono interessati a quanto potranno ricavare per la soddisfazione del proprio credito;
- gli azionisti ed i creditori dell'impresa in crisi sono interessati a conoscere il valore realizzabile dalla vendita degli strumenti finanziari eventualmente posseduti;
- gli azionisti ed i creditori dell'impresa in procedura sono interessati a conoscere il *fair value* degli strumenti a fini del proprio bilancio.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

METODICHE DI VALUTAZIONE



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, il metodo di valutazione prescelto dovrà essere coerente con le ipotesi concrete formulate nel piano di risanamento, ove definito.

Spesso si afferma 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*).

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

METODICHE DI VALUTAZIONE



La maggior parte delle valutazioni ipotizzabili nel contesto della Composizione Negoziata 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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

METODICHE DI VALUTAZIONE



Poiché, infatti, la Composizione negoziata 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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

METODICHE DI VALUTAZIONE



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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

METODICHE DI VALUTAZIONE



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 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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

METODICHE DI VALUTAZIONE



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).

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

METODICHE DI VALUTAZIONE



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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

METODICHE DI VALUTAZIONE



È allora evidente che nel contesto della valutazione d'azienda in generale, ed in quello della Composizione Negoziata 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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

METODICHE DI VALUTAZIONE



Calando tali considerazione nel contesto delle metodologie di stima codificate dalla prassi aziendalistica italiana, si può osservare 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).

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

METODICHE 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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

METODICHE DI VALUTAZIONE



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.).

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

METODICHE DI VALUTAZIONE



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, aventi ad oggetto aziende comparabili per dimensione e stato di crisi con quella da valutare.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

METODICHE DI VALUTAZIONE



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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

METODICHE DI VALUTAZIONE



Per le valutazioni finalizzate alla cessione d'azienda nell'ambito di procedure di vendita competitiva 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 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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

METODICHE DI VALUTAZIONE



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

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

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

METODICHE DI VALUTAZIONE



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)»: 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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

METODICHE DI VALUTAZIONE



Il c.d. “valore delle sinergie”, invece, definito dai 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 contesi 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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

METODICHE DI VALUTAZIONE



Assai più difficile che possa essere preso in considerazione il c.d. “valore speciale”, 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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

LA STIMA DEL CANONE DI AFFITTO DELL'AZIENDA E DEI SUOI RAMI



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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

LA STIMA DEL CANONE DI AFFITTO DELL'AZIENDA E DEI SUOI RAMI



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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

LA STIMA DEL CANONE DI AFFITTO DELL'AZIENDA E DEI SUOI RAMI



Può, infine, accadere che l'accesso alla procedura di composizione negoziata sia richiesto non dalla impresa concedente (o aspirante tale), bensì dall'affittuario: 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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

LA STIMA DEL CANONE DI AFFITTO DELL'AZIENDA E DEI SUOI RAMI



Per appurare se un'operazione di affitto di azienda possa essere ritenuta distrattiva la letteratura economica 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

$$Ca = i * Aw$$

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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

LA STIMA DEL CANONE DI AFFITTO DELL'AZIENDA E DEI SUOI RAMI



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).

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

LA STIMA DEL CANONE DI AFFITTO DELL'AZIENDA E DEI SUOI RAMI



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 cost of capital*), dato dalla media del costo del capitale proprio e del costo del debito, ponderata in funzione della leva finanziaria.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

LA STIMA DEL CANONE DI AFFITTO DELL'AZIENDA E DEI SUOI RAMI



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 quanto il saggio di “giusto rendimento”, per il quale si dovrebbe assumere un qualche valore intermedio tra il tasso privo di rischio e il costo del capitale proprio K_e .

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

LA STIMA DEL CANONE DI AFFITTO DELL'AZIENDA E DEI SUOI RAMI



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»*; 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'analoga valutazione nella prospettiva dell'affittuario debbono necessariamente essere differenti, dovendosi basare sulle prospettive di quest'ultimo.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

LA STIMA DEL CANONE DI AFFITTO DELL'AZIENDA E DEI SUOI RAMI



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 STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

LA STIMA DEL CANONE DI AFFITTO DELL'AZIENDA E DEI SUOI RAMI



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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

LA STIMA DEL CANONE DI AFFITTO DELL'AZIENDA E DEI SUOI RAMI



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;

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

LA STIMA DEL CANONE DI AFFITTO DELL'AZIENDA E DEI SUOI RAMI



- 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, *oustourcing* informatico, licenze su beni immateriali, et cetera).

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

LA STIMA DEL CANONE DI AFFITTO DELL'AZIENDA E DEI SUOI RAMI



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.

LA STIMA DELLA LIQUIDAZIONE DEL PATRIMONIO

LA STIMA DEL CANONE DI AFFITTO DELL'AZIENDA E DEI SUOI RAMI



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.



studio
tributario
societario

Pettinato
— & —
Gibillini

