

La stima del “congruo” canone nell’affitto di azienda. Una diversa prospettiva di analisi

di MICHELE RUTIGLIANO e LORENZO FACCINCANI ⁽¹⁾

1. Premessa

Le note che seguono si fondano sulla semplice considerazione che l’affitto di azienda costituisce una decisione economico-finanziaria che i potenziali contraenti sono disposti ad assumere soltanto se essa contribuisce ad una creazione di valore per entrambi. In quest’ottica la fissazione di un canone adeguato rispetto all’obiettivo diviene centrale per l’economicità della transazione. In argomento diversi autori hanno avanzato proposte metodologiche che, pur con importanti differenze, non risultano a nostro parere idonee allo scopo, appaiono inutilmente complesse ma non rispondono ai principi della teoria delle decisioni finanziarie, conducendo così a stime che non permettono di ottimizzare le scelte.

Dette proposte, sulle quali si tornerà oltre per meglio evidenziarne i limiti, per lo più suggeriscono, in estrema sintesi, di procedere innanzitutto ad una stima del capitale economico, o del valore d’uso, del complesso di beni oggetto del contratto, determinando in termini monetari un canone da ritenersi “congruo” sulla base di un rendimento percentuale congruo sulle “risorse” che compongono l’azienda o un suo ramo, tenuto conto degli specifici rischi che gravano sull’operazione nella prospettiva del locatore.

Dopo un paragrafo di inquadramento generale dell’operazione di affitto d’azienda ed il richiamo, senza alcuna pretesa di completezza, di letteratura mirata in tema di “canone congruo”, queste note propongono però un diverso approccio, che vuole essere più coerente con le reali condizioni nelle quali la decisione va assunta, con i vincoli economici che i contraenti riscontrano, con la prospettiva di analisi strettamente e apertamente comparativa che è alla base di ogni decisione.

2. L’affitto d’azienda: un inquadramento generale

Nell’ambito della gestione d’impresa l’affitto d’azienda costituisce un’operazione di natura straordinaria tramite la quale un imprenditore individuale o una società attribuisce, dietro pagamento di un canone, a un altro soggetto affittuario il diritto alla gestione di un’azienda o ramo d’azienda. L’affitto può essere strutturato come operazione autonoma oppure finalizzata al compimento di successive operazioni quali ad esempio la cessione.

Sotto il profilo normativo l’affitto d’azienda risulta disciplinato dall’art. 2562 del codice civile, il quale esplicitamente rinvia all’art. 2561 riguardante l’usufrutto dell’azienda. Per quanto riguarda gli aspetti non specificamente trattati dall’art. 2561 del c.c. è necessario far

⁽¹⁾ Condividendo i risultati dell’analisi, Michele Rutigliano ha redatto i paragrafi 1 e da 4 a 7, Lorenzo Faccincani i paragrafi 2, 3, 8.

riferimento alla disciplina generale in tema di locazione, contenuta negli artt. 1615-1654 del c.c., e, a condizione che non vi sia contrasto con le norme in precedenza citate, agli artt. 978-1020 del c.c. concernenti l'usufrutto.

Dall'analisi dei tratti principali della disciplina civilistica sopra riportata emerge innanzitutto che l'affittuario deve esercitare l'azienda sotto la ditta che la contraddistingue, oltre a essere tenuto a gestire il complesso aziendale senza modificarne la destinazione e in modo da conservare l'efficienza dell'organizzazione e degli impianti e le normali dotazioni di scorte.

Altro elemento peculiare della normativa civilistica è la previsione che la differenza tra le consistenze d'inventario all'inizio e alla conclusione dell'affitto d'azienda sia regolata in denaro, sulla base dei valori correnti alla scadenza del contratto. Ai fini di determinare l'ammontare del conguaglio che il locatore o l'affittuario deve corrispondere, il confronto può essere effettuato tra il capitale economico all'inizio e al termine dell'affitto o, in alternativa, tra il valore patrimoniale dei beni dell'azienda sempre all'inizio e alla fine del contratto, non considerando quindi, in questo secondo caso, le variazioni che, nel corso della gestione da parte dell'affittuario, hanno interessato l'avviamento ⁽²⁾.

Il riferimento al capitale economico per la determinazione dell'indennizzo da corrispondere potrebbe astrattamente rivelarsi un incentivo per l'affittuario, nel corso della durata dell'affitto, a mantenere inalterate o migliorare le prospettive economiche di medio-lungo termine dell'azienda effettuando, ad esempio, investimenti strategici, sviluppando differenti prodotti o inserendosi in nuovi mercati. Ciò in quanto, qualora la capacità dell'azienda di generare prospettivamente flussi di reddito fosse compromessa dalla gestione attuata dall'affittuario, vi sarebbe l'obbligo per quest'ultimo di compensare la perdita di valore mediante il versamento di un indennizzo in sede di restituzione dell'azienda. Se invece il capitale economico al termine dell'affitto fosse superiore a quello iniziale, il locatore dovrebbe corrispondere un conguaglio all'affittuario, il quale perciò trarrebbe beneficio dall'incremento dell'avviamento determinato dalla sua gestione. Limitandosi esclusivamente, e pragmaticamente, alla variazione della consistenza patrimoniale per determinare il conguaglio in oggetto, l'affittuario potrebbe forse ritenere non conveniente intraprendere azioni i cui benefici potrebbero manifestarsi concretamente solo in seguito al termine dell'affitto e di cui pertanto non potrebbe godere. Ciò potrebbe causare un indebolimento dell'attitudine a generare reddito e di conseguenza una diminuzione del capitale economico i cui effetti ricadrebbero sul locatore, dato che l'affittuario non sarebbe tenuto a versare alcuna somma per il decremento verificatosi ⁽³⁾.

Inoltre la normativa prevede, salvo che le parti non abbiano stabilito diversamente, il subentro dell'affittuario nei contratti stipulati dal locatore per l'esercizio dell'azienda precedentemente all'affitto, a meno che tali contratti non abbiano carattere personale, ovvero siano caratterizzati da una prestazione oggettivamente infungibile o che tengano in particolare considerazione la personalità del contraente ⁽⁴⁾. Come si deduce dal quinto comma

⁽²⁾ Cfr. C. VINCI, M. GAGLIARDI, *L'affitto di azienda*, Milano, Pirola, 1988, quinta edizione, pag. 29. L'ipotesi di regolare la differenza tra le consistenze d'inventario all'inizio e alla conclusione dell'affitto d'azienda sulla base dei valori di capitale economico risulta però a nostro parere teoricamente convincente, ma ben difficilmente praticabile, fonte quasi certa di contenziosi tra le parti difficilmente componibili.

⁽³⁾ Cfr. A. MUSAIO, *L'economia dell'azienda "in affitto". Profili istitutivi e contabili*, Milano, Giuffrè, 1995, pagg. 34-35.

⁽⁴⁾ Cfr. E. GOLTARA, *Affitto d'azienda e successione nei contratti*, in «Diritto e Pratica delle Società», 18, 8 ottobre 2007, pag. 45.

dell'art. 2112 del c.c., anche per i rapporti di lavoro vi è il subentro automatico dell'affittuario nei contratti stipulati dal locatore prima dell'affitto, con la conservazione da parte del lavoratore di tutti i diritti che ne derivano.

In merito ai debiti aziendali, è invece stabilito che il locatore continui a rispondere delle obbligazioni assunte antecedentemente alla locazione d'azienda; l'affittuario risponde solamente dei debiti contratti nel corso della sua gestione. In maniera simile i crediti non vengono trasferiti con l'operazione di affitto, rimanendo in capo al proprietario dell'impresa. Le parti possono tuttavia accordarsi contrattualmente per trasferire i debiti e/o i crediti, seguendo in tal caso le regole generali stabilite dalla normativa civilistica.

In relazione alle spese di manutenzione, quelle di natura ordinaria, che hanno cioè lo scopo di mantenere la capacità, la produttività, la sicurezza e la vita utile originarie, oppure di rimediare a guasti e rotture dei beni aziendali, risultano a carico dell'affittuario. Le spese di natura straordinaria, finalizzate ad ampliare, ammodernare e migliorare i beni in maniera tale da incrementarne la capacità, la produttività, la sicurezza o la vita utile, vengono invece sostenute dal locatore.

Sintetizzati gli elementi giudicati maggiormente significativi della normativa civilistica, si reputa ora opportuno trattare le previsioni normative riguardanti l'affitto prefallimentare ed endofallimentare, ovvero il contratto di locazione d'azienda stipulato, rispettivamente, prima dell'accesso al fallimento e nel corso della procedura. Entrambi i contratti sono regolati dal regio decreto 267/1942 con disposizioni specifiche.

In particolare l'affitto stipulato prima del fallimento è disciplinato dall'art. 79 della legge fallimentare. Tale norma prevede che, nonostante il fallimento non rappresenti di per sé una causa di scioglimento del contratto, entrambe le parti possano recedere nel termine di sessanta giorni dalla dichiarazione di fallimento, corrispondendo un equo indennizzo che, qualora vi fosse dissenso tra locatore e affittuario, verrebbe determinato dal giudice delegato dopo aver sentito gli interessati. L'affitto d'azienda dopo l'apertura del fallimento risulta disciplinato dall'art. 104-bis del regio decreto 267/1942 ⁽⁵⁾. È stabilito che l'azienda o un suo ramo, su proposta del curatore e dietro autorizzazione del giudice delegato previo parere favorevole del comitato dei creditori, possa essere concessa in affitto quando ciò *“appaia utile al fine della più proficua vendita dell'azienda o di parti della stessa”* ⁽⁶⁾. Tale decisione può essere assunta anche prima della presentazione del programma di liquidazione qualora vi siano motivi di urgenza.

L'individuazione da parte del curatore del soggetto affittuario deve essere compiuta con procedure competitive e tenendo conto del canone d'affitto offerto, delle garanzie prestate, dell'attendibilità del piano di prosecuzione dell'attività e della conservazione dei livelli di occupazione. Il contratto può prevedere, sempre previa autorizzazione del giudice delegato con il parere favorevole del comitato dei creditori, il diritto di prelazione a favore dell'affittuario in caso di vendita. È previsto anche il diritto del curatore, sentito il comitato dei creditori, di recedere dal contratto corrispondendo all'affittuario un giusto indennizzo.

Quanto ai principali profili fiscali dell'affitto d'azienda, è da sottolineare *in primis* che per le società e gli enti commerciali, così come per un imprenditore individuale che anche

⁽⁵⁾ Cfr. B. GAGLIANO, *Fallimento e affitto d'azienda: la liquidazione dell'attivo*, in «Diritto e Pratica delle Società», n. 7/8, luglio-agosto 2010, pagg. 32-36.

⁽⁶⁾ Vedi il primo comma dell'art. 104-bis del regio decreto 267/1942.

dopo la stipulazione del contratto conservi la gestione di altre aziende, il canone percepito costituisce reddito d'impresa e i costi o le spese sostenuti per il suo conseguimento risultano essere deducibili dal reddito imponibile. Se invece l'imprenditore individuale concede in affitto l'unica azienda il canone non viene considerato reddito d'impresa bensì reddito diverso.

Per le spese di manutenzione, riparazione, ammodernamento e trasformazione, l'art. 102 comma 6 del d.p.r. 917/1986 (Testo Unico delle Imposte sui Redditi, TUIR) prevede che, se queste dal bilancio non risultano imputate a incremento del costo dei beni ai quali si riferiscono, esse siano deducibili nel limite del 5% del costo complessivo di tutti i beni ammortizzabili emergente dal registro dei beni ammortizzabili all'inizio dell'esercizio. Considerato che le spese di manutenzione sostenute dal locatore sono quelle di natura straordinaria, esse vanno ad incrementare il costo dei beni e quindi risulteranno deducibili successivamente sotto forma di maggiori ammortamenti. Per le spese di manutenzione ordinaria sostenute dall'affittuario non opera il limite sopra indicato del 5% in quanto riguardano beni di proprietà del locatore: per tale ragione sono dedotte per intero nell'esercizio di competenza da parte dall'affittuario stesso ⁽⁷⁾.

Sempre in termini di imposizione diretta, è di particolare interesse la disposizione contenuta nell'art. 102 comma 8 del TUIR che prevede per le aziende concesse in affitto la deducibilità delle quote di ammortamento nella determinazione del reddito dell'affittuario. È tuttavia da specificare che può essere convenuto che le quote di ammortamento continuino a essere dedotte dal locatore nel caso sia prevista una deroga all'obbligo dell'affittuario di conservare l'efficienza dei beni ammortizzabili ⁽⁸⁾.

Si è già scritto che il conguaglio in denaro per le differenze tra le consistenze d'inventario all'inizio e al termine dell'affitto può essere determinato sulla base della variazione registrata dal capitale economico tra l'inizio e la fine del contratto. Il conguaglio così quantificato, al netto delle rettifiche di riconsegna derivanti dalle modifiche del capitale netto contabile, origina fiscalmente una sopravvenienza, attiva o passiva a seconda che il conguaglio sia incassato o corrisposto, sia per il locatore sia per l'affittuario.

Per quel che concerne le imposte indirette, qualora il locatore sia una società commerciale o un imprenditore individuale titolare di altre aziende, i canoni d'affitto risultano assoggettati a Iva. Se, invece, il concedente è un imprenditore che affitta la sua unica azienda l'operazione non è soggetta a IVA e il contratto risulta assoggettato a imposta di registro in misura proporzionale.

Dopo aver riassunto i profili civilistici e fiscali dell'operazione di affitto d'azienda giudicati di maggior rilevanza, si reputa ora opportuno analizzare le possibili motivazioni sottostanti alla decisione di un imprenditore individuale o collettivo di concedere in godimento la propria azienda (o un ramo d'azienda). A tal fine è forse opportuno almeno distinguere il caso di un'azienda che opera in condizioni di sostanziale equilibrio economico-finanziario da quello di un'azienda in uno stato patologico.

Nel primo caso un imprenditore potrebbe decidere di ricorrere all'istituto dell'affitto d'azienda nel momento in cui desidera limitare le proprie attese all'incasso dei canoni concordati, lasciando temporaneamente al soggetto affittuario il compito di affrontare la

⁽⁷⁾ Cfr. R. PEROTTA, *L'affitto d'azienda*, in R. PEROTTA, G. M. GAREGNANI, *Le operazioni di gestione straordinaria*, Milano, Giuffrè, 1999, pag. 168.

⁽⁸⁾ Cfr. F. MENTI, *Affitto di azienda e opponibilità della convenzione che deroga al principio di deduzione degli ammortamenti da parte dell'affittuario*, in «Diritto e pratica tributaria», n. 4, 2008.

competizione nell'ambito del settore in cui risulta inserita l'azienda. Stipulando un contratto di affitto il locatore sostituisce la remunerazione che potrebbe derivargli dalla gestione diretta della propria azienda con i canoni di locazione.

Nel caso di gestione non economica dell'azienda, l'affitto può essere realizzato in alternativa a un'azione di ristrutturazione posta in essere direttamente dall'imprenditore, oppure alla liquidazione. In tali situazioni l'affitto può rivelarsi uno strumento in grado perfino di consentire il risanamento dell'impresa in crisi ⁽⁹⁾, preservandone l'avviamento e il valore degli *intangibles*, che altrimenti andrebbero dispersi qualora si procedesse alla cessazione dell'attività. L'affitto può anche risultare propedeutico a una successiva cessione; così operando si permette all'imprenditore subentrante di gestire l'azienda che si trova in uno stato di disequilibrio senza assumere immediatamente i rischi derivanti da un'acquisizione a titolo definitivo ⁽¹⁰⁾.

Nel caso specifico della concessione in affitto dell'azienda nel contesto di una procedura di fallimento, la decisione può essere assunta da parte degli organi fallimentari se risulta funzionale a una successiva cessione. Le alternative all'affitto sono rappresentate dalla vendita immediata dell'azienda o di parti di essa oppure dalla liquidazione dei singoli beni aziendali. E' da rimarcare che nell'ambito del fallimento un contratto di affitto, oltre a permettere il mantenimento dell'azienda in una condizione di funzionamento, genera flussi di cassa aggiuntivi sotto forma di canoni di locazione ⁽¹¹⁾.

3. La stima del congruo canone nella dottrina economico-aziendale

Dalle note precedenti emerge che l'affitto d'azienda presuppone sempre una valutazione comparativa, un confronto quindi con la continuazione diretta della gestione oppure, nel contesto di uno stato di crisi, con le alternative di proseguire l'attività ai fini di avviare un processo di risanamento o di procedere a una cessione o, infine, di liquidare i singoli *assets* aziendali.

A prescindere da motivazioni di natura personale che possono indurlo a un disimpegno, sotto il profilo economico-finanziario l'imprenditore confronta la redditività attesa dalla gestione diretta con quella derivante dall'affitto del complesso aziendale. Anche il curatore fallimentare valuta nell'interesse dei creditori quanto può essere ricavato dall'affitto dell'azienda e dalla successiva cessione – considerando dunque i canoni che potranno essere incassati durante la procedura e il prezzo finale di vendita –, a confronto con le somme che si possono ricavare dalla immediata cessione unitaria dell'azienda oppure di suoi rami, piuttosto che dalla liquidazione dei singoli beni che costituiscono il complesso aziendale ⁽¹²⁾.

Nell'assumere la decisione di affittare un'azienda uno degli elementi fondamentali è ovviamente sempre rappresentato dall'importo del canone che l'affittuario sarà tenuto a

⁽⁹⁾ Cfr. A. GITTO, *Affitto di azienda e crisi d'impresa*, in «Rivista dei Dottori Commercialisti», n. 3, 2002; IB., *Affitto di azienda e usufrutto di azioni e quote. Leve strategiche per il superamento di situazioni di crisi*, Torino, Giappichelli, 2005.

⁽¹⁰⁾ Cfr. R. PEROTTA, *L'affitto d'azienda*, op. cit., pag. 129.

⁽¹¹⁾ Cfr. A. DANOVÌ, *Fallimento, valutazione e affitto d'azienda*, in «Rivista dei Dottori Commercialisti», n. 4, 2000, pag. 510.

⁽¹²⁾ Cfr. M. LACCHINI, *Le valutazioni del capitale nelle procedure concorsuali*, Padova, Cedam, 1998, pag. 122.

corrispondere nel corso della durata del contratto ⁽¹³⁾. Di conseguenza risulta necessario per il locatore stimare il canone che renda preferibile l'affitto dell'azienda rispetto alle alternative disponibili. Ciò, come già sottolineato, sia nella prospettiva dell'imprenditore, sia in quella del curatore fallimentare che debba valutare se subentrare o meno nel contratto di affitto d'azienda stipulato prima del fallimento oppure debba decidere nell'ambito della procedura di fallimento se affittare o meno l'azienda ⁽¹⁴⁾.

La stima di un cosiddetto canone di locazione "congruo" ⁽¹⁵⁾ nell'ipotesi di affitto d'azienda rappresenta una tematica già affrontata in passato dalla letteratura economico-aziendale, la quale ha proposto a tal fine vari approcci. In particolare LACCHINI e TREQUATRINI (1998) ⁽¹⁶⁾ hanno affermato che il valore del canone "congruo" di affitto risulta pari al prodotto tra il valore del capitale economico dell'azienda o ramo d'azienda dato in locazione e un tasso di remunerazione del capitale investito nell'azienda locata. Allo scopo di determinare il valore del capitale economico gli Autori sostengono che i metodi fondati su grandezze flusso, quali i metodi finanziari, reddituali e misti, siano di scarsa utilità in quanto nell'applicazione della formula di determinazione del canone "congruo" i flussi attesi rappresentano proprio l'incognita da determinare, generando conseguentemente dei problemi di circolarità ⁽¹⁷⁾. Per tale ragione essi sostengono la necessità di stimare il valore economico dell'azienda ricorrendo ai metodi patrimoniali complessi, ovvero sommando al patrimonio netto rettificato il valore dei beni immateriali non contabilizzati. In merito al tasso di remunerazione gli Autori affermano che debba essere calcolato sommando un tasso *risk free* e un *risk premium* rappresentativo del rischio economico d'impresa, determinato utilizzando la tecnica del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) o tramite la regola empirica cosiddetta di Stoccarda.

LACCHINI e TREQUATRINI considerano anche il caso in cui venga concesso in affitto solamente l'attivo operativo dell'azienda: in tale circostanza il canone "congruo" risulta pari al prodotto tra il valore corrente dei beni dati in affitto, sempre comprensivo di quelli immateriali non contabilizzati, e un tasso di remunerazione corrispondente al *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) ⁽¹⁸⁾. Infine, qualora l'affitto sia deciso nel corso del fallimen-

⁽¹³⁾ Il canone d'affitto può essere fisso, variabile o misto. Il canone fisso, che nella prassi costituisce la soluzione maggiormente diffusa, prevede che il compenso sia predeterminato e non risulti legato alla dinamica dell'azienda concessa in affitto. Il canone è invece variabile quando risulta correlato ai risultati economici realizzati dall'azienda, quali ad esempio l'utile al lordo o al netto delle imposte, nel periodo di vigenza del contratto. Infine il canone si definisce misto quando prevede sia una componente fissa, dovuta generalmente in caso di risultati economici inferiori di un certo livello, sia una componente variabile, da corrispondere qualora i risultati economici superino la soglia contrattualmente concordata. Cfr. A. MUSAIO, *L'economia dell'azienda "in affitto". Profili istitutivi e contabili*, op. cit., pagg. 14-15.

⁽¹⁴⁾ Cfr. A. DANOVÌ, *Fallimento, valutazione e affitto d'azienda*, op. cit., pagg. 513-514.

⁽¹⁵⁾ Il concetto di "congruità" del canone di affitto d'azienda verrà sviluppato, secondo una diversa prospettiva di analisi, nei successivi paragrafi.

⁽¹⁶⁾ Cfr. M. LACCHINI, R. TREQUATRINI, *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.

⁽¹⁷⁾ Non si comprende in realtà ove sia la "circolarità", considerato che la stima del capitale economico prescinde dall'importo dei canoni, dipendendo dalla generazione di flussi reddituali o finanziari riconducibile all'ipotesi di gestione diretta dell'azienda. A meno di voler invece procedere ad una stima del capitale economico a partire dai flussi ottenibili dall'affitto dell'azienda oggetto di valutazione; è ovvio che in tal caso si riscontrerebbe il problema di circolarità evidenziato dagli Autori.

⁽¹⁸⁾ Se nel contratto fosse prevista un'opzione di acquisto a favore dell'affittuario, esercitabile al termine dell'affitto o nel corso dello stesso, oppure un diritto di prelazione, tali facoltà dovrebbero essere, secondo gli Au-

to, il valore del capitale economico o dell'attivo operativo dovrebbe essere determinato sempre ricorrendo alle metodologie sopra esposte prevedendo tuttavia, allo scopo di tener conto che l'azienda è in fallimento e quindi incapace di remunerare in maniera "congrua" il capitale investito, di sottrarre dal valore così stimato l'ammontare di una correzione reddituale quantificata attualizzando i differenziali tra i redditi giudicati "congrui" e i redditi normalizzati che verranno realizzati nei successivi 3-5 esercizi ⁽¹⁹⁾.

Anche DANОВИ (2000) ⁽²⁰⁾, facendo riferimento all'operazione di affitto decisa dagli organi della procedura di fallimento, afferma che il canone, qualora sia determinato in misura fissa, debba essere pari al prodotto tra il valore dell'azienda o del ramo d'azienda affittato e una percentuale α . Più precisamente, secondo l'Autore in parola il valore dell'azienda deve essere calcolato facendo ricorso al metodo patrimoniale mentre la percentuale α risulta essere inversamente proporzionale alla deperibilità delle componenti immateriali d'azienda e deve essere determinata considerando, quale limite superiore, il concetto di redditività normale del settore e scendendo, a seconda delle ipotesi, a valori tendenti a zero.

Infine MECHELLI (2007) ⁽²¹⁾ propone di determinare il canone di locazione come prodotto tra il valore d'uso del patrimonio locato e un tasso di congrua remunerazione dell'investimento effettuato. Il valore d'uso viene identificato nel capitale economico, determinato attualizzando i risultati attesi dall'impiego del capitale dell'azienda o del ramo d'azienda oggetto del contratto d'affitto. Si nota sul punto una differenza rispetto alle impostazioni seguite dagli altri Autori i quali, come sopra specificato, al fine di stimare il canone "congruo" hanno calcolato il valore dell'azienda applicando il metodo patrimoniale. In relazione alla stima del tasso di "congrua" remunerazione, MECHELLI afferma che deve essere innanzitutto considerato il rischio di insolvenza dell'affittuario, ovvero il rischio che non sia in grado di rispettare gli impegni di pagamento derivanti dal contratto. Il tasso deve perciò riflettere il rischio di *default* dell'affittuario, che dipenderà dalla sua situazione economico-finanziaria e dall'eventuale presenza di garanzie che assistono il contratto. Inoltre è da tenere in considerazione che, se le differenze inventariali non sono determinate sulla base della variazione del capitale economico tra l'inizio e la fine del contratto, bensì solamente riferendosi alle modifiche intervenute nelle consistenze patrimoniali, il locatore sostiene in aggiunta il rischio di riduzione del valore dell'avviamento relativo all'azienda oggetto del contratto di locazione. In tal caso il tasso di remunerazione deve comprendere, oltre alla componente che riflette il rischio di *default*, una percentuale aggiuntiva che rappresenti il rischio che si verifichi una variazione inattesa del capitale economico nel corso della durata dell'affitto.

Pur presentando delle differenze nelle modalità di rilevazione dei singoli parametri rientranti nella formula di stima, si rileva che gli approcci sopra riassunti sono sostanzialmente concordi nell'affermare che il canone cosiddetto "congruo" può essere quantificato moltiplicando il capitale economico dell'azienda per un tasso di remunerazione. In defini-

tori, oggetto di valutazione ricorrendo agli strumenti mutuati dalla tecnica del mercato mobiliare quale, ad esempio, l'equazione di BLACK-SCHOLES.

⁽¹⁹⁾ Secondo gli Autori, se viene concesso in affitto l'intero complesso aziendale la configurazione di risultato economico da considerare è rappresentata dal reddito netto. Se l'affitto concerne solo l'attivo operativo si deve invece far riferimento al reddito operativo.

⁽²⁰⁾ Cfr. A. DANОВИ, *Fallimento, valutazione e affitto d'azienda*, op. cit.

⁽²¹⁾ Cfr. 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.

tiva, secondo i citati Autori, il valore così calcolato rappresenterebbe l'ammontare che giustifica la realizzazione di un'operazione di affitto d'azienda da parte di un imprenditore, oppure la decisione di un curatore di subentrare in un contratto stipulato prima dell'accesso alla procedura di fallimento o di concedere in locazione l'azienda successivamente all'apertura del fallimento.

Di seguito si proporrà un'impostazione alternativa, a parere di chi scrive preferibile, coerente con i principi della finanza d'azienda e più concreta in considerazione della effettiva valutazione comparativa alla quale è chiamato l'imprenditore nella decisione in oggetto.

4. Una diversa prospettiva: l'affitto di azienda come alternativa alla gestione diretta

Il potenziale locatore valuta l'affitto quale alternativa alla gestione diretta dell'azienda, per la durata dell'ipotizzata locazione. A tal fine non si propone in realtà di individuare un canone "congruo", che costituisce un concetto finanziariamente indefinito, bensì un canone "minimo" di *break even*, una soglia di indifferenza al di sopra della quale l'affitto dell'azienda risulta preferibile rispetto alla gestione diretta. L'individuazione del canone minimo richiede innanzitutto una stima del valore attuale dei flussi di cassa netti che si otterrebbero dalla gestione diretta dell'azienda lungo la durata dell'eventuale contratto di affitto. Il canone di *break even* è ottenuto eguagliando il valore attuale dei canoni al valore attuale dei flussi attesi dalla gestione diretta; naturalmente può ipotizzarsi la struttura temporale più varia per i flussi relativi ai canoni attesi, dove l'ipotesi di un canone costante lungo l'intera vita del contratto costituisce soltanto un caso particolare.

Il criterio valutativo presuppone quindi che sussista una possibilità di scelta tra gestione diretta e affitto dell'azienda, come di regola può ritenersi, considerato che le risorse (umane, materiali e finanziarie) necessarie per una gestione diretta sono normalmente reperibili, anche se a condizioni che in talune circostanze potrebbero rivelarsi penalizzanti per il potenziale locatore.

La stima dei flussi di cassa netti attesi dalla gestione diretta deve rispondere alla logica differenziale, che può essere applicata individuando i flussi di cassa, netti di imposta, che verrebbero meno nell'ipotesi dell'affitto, relativi sia alla gestione operativa, sia alla gestione finanziaria con particolare riferimento al finanziamento del capitale circolante. Il tasso di attualizzazione sarà in tal caso rappresentativo sia dei rendimenti correnti per investimenti privi di rischio (netti di imposta), sia di un premio al rischio riconducibile alla specifica operatività che può essere svolta grazie alle coordinazioni produttive che costituiscono l'azienda in oggetto. In sintesi, si può scrivere:

$$VA_{GD(L)} = \sum Ft_{GD(L)} / (1 + K_{E(L)})^t$$

$VA_{GD(L)}$ = valore attuale dei flussi di cassa netti ottenibili dalla gestione diretta del locatore

$Ft_{GD(L)}$ = flussi netti di cassa annui (anno t)

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

Il canone di *break even* sarà quindi stimato ricercando quella struttura di flussi di canoni (netti di imposta) il cui valore attuale è pari al valore attuale dei flussi netti attesi derivanti dalla gestione diretta del locatore. Il tasso di attualizzazione in tal caso incorpora un premio al rischio che rifletta specificamente il profilo contrattuale e l'insieme delle alee che gravano sul locatore, compreso ovviamente il rischio di credito nei confronti dell'affittuario:

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

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

$Ft_{AF(L)}$ = canoni (anno t)

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

Suona evidente che soltanto ove il locatore sia in grado di prezzare l'affitto in misura superiore al canone di *break even* la locazione risulterà preferibile rispetto alla gestione diretta, in quanto:

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

Nella prospettiva del locatore, anche la durata del contratto di affitto, oltre alla struttura temporale dei canoni, costituisce una variabile da valutare nell'analisi di convenienza, alla ricerca di una durata che, sia pure vincolata da altre considerazioni di opportunità, massimizzi l'eventuale differenza positiva fra i valori attuali dei flussi nelle due ipotesi operative.

Può domandarsi ora come possa verificarsi concretamente la condizione sopra ipotizzata che denoti una convenienza dell'affitto d'azienda rispetto alla gestione diretta, tenuto conto che l'affitto comporta in linea di principio una ripartizione tra locatore e affittuario della redditività ottenibile dalla gestione. Tale risultato può in effetti riscontrarsi tipicamente quando le capacità gestionali dell'affittuario gli consentano di ottenere flussi superiori a quelli possibili per il locatore nel caso di gestione diretta da parte di quest'ultimo e/o quando il tasso di attualizzazione applicabile dal locatore ($K_{E(L)}$) ai flussi di cassa derivanti dalla gestione diretta risulti superiore al tasso di attualizzazione dei canoni attesi per lo stesso locatore ($K_{AF(L)}$), ad esempio in relazione all'elevata affidabilità sotto il profilo creditizio e gestionale riconosciuta all'affittuario.

In presenza di tali condizioni l'affitto d'azienda potrebbe configurarsi come l'opzione più conveniente per il locatore, pur consentendo anche all'affittuario un'aspettativa di creazione di valore dalla gestione dell'azienda.

Anche nella prospettiva dell'affittuario la decisione è quindi guidata proprio dalla stima della creazione di valore che potrebbe derivare dall'operazione. Egli individuerà un canone di *break even*, da intendersi come canone "massimo" oltre il quale non sarebbe in grado di gestire l'azienda in condizioni di equilibrio economico. A tal fine stimerà il valore attuale dei flussi netti, anche di imposta, attesi dalla gestione dell'azienda in affitto, al netto ovviamente anche dei canoni passivi. Il canone di *break even* è quello che eguaglia a zero il valore attuale netto:

$$VA_{(A)} = \sum Ft_{(A)} / (1 + K_{E(A)})^t = 0$$

$VA_{(A)}$ = valore attuale dei flussi di cassa netti per l'affittuario ottenibili dalla gestione dell'azienda

$F_{t(A)}$ = flussi netti di cassa annui per l'affittuario (anno t)

$K_{E(A)}$ = tasso di attualizzazione per l'affittuario

5. Irrilevanza della nozione di “congruo” canone per il locatore nelle decisioni di affitto di azienda

Alla luce delle considerazioni svolte si comprende che in Finanza il concetto di “congruo” canone in realtà è essenzialmente privo di significato, come sarebbe priva di significato la nozione di congrua redditività per un'impresa, o di congruo tasso di rendimento di un investimento, oppure di congruo costo di un finanziamento, etc. Il criterio valutativo deve essere in grado di porre il soggetto nella condizione di assumere una decisione dalla quale possa attendersi una creazione di valore, pertanto dovrà condurre a stimare una soglia oltre la quale quella decisione avrebbe l'effetto opposto di distruggere valore. Quando la decisione attiene a scelte in alternativa tra loro, il criterio deve permettere di stimare il vantaggio comparativo. Se poi si ritenesse che il concetto di “congruità” rifletta proprio la nozione di “soglia”, allora più chiaramente si discuta di canone minimo (per il locatore) o massimo (per l'affittuario) di *break-even*, al di sotto o al di sopra del quale, rispettivamente, l'affitto di azienda, in termini comparativi, costituisce un'operazione economicamente non conveniente.

L'impostazione relativamente consolidata secondo la quale il canone “congruo” sarebbe stimabile moltiplicando il valore del capitale economico dell'azienda oggetto dell'affitto, o il suo valore d'uso, per un tasso di remunerazione che compensi il locatore per lo spossamento temporaneo delle condizioni produttive che costituiscono l'azienda, non è condivisibile e può condurre a decisioni erranee.

Innanzitutto è un'impostazione inutilmente complessa: per individuare un “congruo” canone di affitto applicabile ad un contratto che per sua natura ha scadenza pluriennale, ma determinata, si richiede la stima dei flussi reddituali o finanziari ottenibili dalla gestione dell'azienda non già limitatamente al periodo della ipotizzata locazione, bensì su un orizzonte infinito, come è tipico delle valutazioni di capitale economico.

Oltreché inutilmente complessa risulta viziata dal punto di vista logico. Il valore d'uso capitalizza infatti, come si è detto, flussi economico-finanziari su un orizzonte infinito, flussi il cui profilo temporale potrebbe ad esempio evidenziare dinamiche crescenti successivamente al periodo di durata della locazione, o evidenziare, all'interno del periodo della locazione, dinamiche particolarmente fiacche. Ne consegue che il valore d'uso potrebbe risultare anche relativamente elevato, ma per lo più come conseguenza di flussi attesi oltre la scadenza ipotizzata per l'affitto dell'azienda. Moltiplicando detto “valore” per il citato “tasso di remunerazione” per il locatore giungeremmo ad un canone “congruo” irrealistico e incoerente con i termini della reale decisione da assumere, canone che potrebbe erroneamente qualificare come non conveniente una decisione di affitto nella quale il canone realisticamente ottenibile in sede negoziale risultasse inferiore a quello stimato come “congruo”. Naturalmente potrebbe anche verificarsi il contrario, ove il processo di stima del valore d'uso conducesse ad un valore relativamente basso e quindi il conseguente canone “congruo” sottostimasse il canone di *break even* minimo per il locatore.

In conclusione, si tratta di un approccio (inutilmente complesso rispetto alla natura della decisione) ove la stima da parte del locatore del “valore” dell’azienda proposta in affitto è proiettata su un orizzonte temporale non coerente con la durata del contratto, incorporando così una creazione di valore rispetto alla quale verrebbe a configurarsi un canone “congruo” per il locatore che non necessariamente lo guida verso la più conveniente scelta tra affitto e gestione diretta.

Se poi, come talvolta suggerito, la stima del capitale economico fosse invece ispirata al metodo patrimoniale complesso, cui riferire un “adeguato” tasso di remunerazione nella prospettiva del locatore, detta stima risulterebbe forse meno soggettiva ma anche meno attendibile nel rappresentare il “valore” dell’azienda oggetto di locazione. Per quanto rileva ai fini di queste note, l’incoerenza fra il risultato ottenibile per questa via in termini di canone congruo e l’obiettivo della concreta valutazione economico-finanziaria comparativa fra gestione diretta e affitto risulterebbe comunque evidente.

6. La valutazione del canone di affitto ove non sia praticabile la gestione diretta dell’azienda da parte del locatore

Fin qui si è sviluppato un criterio valutativo utile nei casi in cui sussista, come di regola, una effettiva alternativa tra gestione diretta e affitto dell’azienda. Ove vi siano invece ragioni che non permettano una gestione diretta e si escluda, o non sia immediatamente praticabile, l’ipotesi della cessione dell’azienda stessa, il criterio valutativo può soltanto porre a confronto eventuali diverse alternative di affitto, differenziate rispetto alle caratteristiche, e quindi all’affidabilità sotto i profili gestionali e finanziari, dei diversi potenziali affittuari. Ciò con i relativi effetti sui livelli del parametro $K_{AF(L)}$, modulabile in riferimento alle possibili controparti. La scelta cadrà ovviamente sull’alternativa che genera il più alto valore attuale, escludendosi anche in questo caso un profilo di “congruità”, se non in rapporto, ove possibile, a condizioni di mercato e quindi a transazioni in una certa misura comparabili che possano eventualmente costituire un riferimento guida in sede negoziale:

$$\text{MAX} [(1)VA_{AF(L)}; (2)VA_{AF(L)} \dots]$$

Ove le diverse ipotesi contrattuali di affitto di azienda siano irrimediabilmente disomogenee rispetto alla durata, potrebbe forse adottarsi il noto approccio proposto in tal caso ai fini delle decisioni di *capital budgeting* [*Replacement Chain (Common Life) Approach*], con il quale si assume che ogni progetto di investimento (ogni contratto di affitto, nel caso che ci occupa) possa essere ripetuto per il numero di volte necessario per raggiungere una durata comune. Si stima pertanto il valore attuale delle diverse ipotesi di affitto rispetto a questa “durata comune” convenzionale, orientando la scelta verso quella che riflette il valore attuale più alto. Nel caso del confronto fra diverse ipotesi di affitto di azienda si cercherà però, se possibile, di evitare di dover ricorrere a questo approccio, la cui affidabilità nella valutazione comparativa presenta evidenti profili di debolezza. Ovviamente preferibile in sede negoziale sarebbe la definizione di una durata comune alle diverse ipotesi contrattuali.

7. La stima del canone congruo nelle valutazioni ex post

Talvolta, anche nell'ambito di una consulenza tecnica giudiziaria, si è chiamati ad esprimersi *ex-post* sulla congruità del canone dell'affitto d'azienda, quando per il locatore non sia risultata praticabile la gestione diretta o non vi siano evidenze di una valutazione comparativa *ex-ante* da parte del locatore stesso. Solo in tal caso, quindi non ai fini di una decisione finanziaria, può in effetti ricercarsi propriamente una misura "congrua" (astratta, ma supportata da elementi di fatto) per il canone di affitto dell'azienda, da confrontarsi con il canone contrattualmente definito. Ciò al fine di poter escludere, ad esempio, una possibile consapevole sottovalutazione del canone da parte di un locatore avviato verso una procedura concorsuale, ai danni dei suoi creditori e a beneficio di soggetti terzi, eventualmente parti correlate.

La prassi suggerisce in tali casi almeno due possibili criteri di stima del canone "congruo":

- a) metodo della redditività attesa sul capitale economico;
- b) metodo delle transazioni comparabili.

Anche in considerazione della precedente analisi, il primo approccio si rivela in realtà quello meno affidabile. Risulta infatti troppo "distante" e generica la nozione di rendimento percentuale atteso da un investimento di un dato "capitale economico", caratterizzato peraltro da un indefinito orizzonte temporale, rispetto allo specifico tema della congruità del canone di affitto di un'azienda. Presenta poi le maggiori criticità operative, dovendosi applicare dette presunte percentuali "di mercato", quand'anche fossero disponibili, ad un valore di stima del capitale economico dell'azienda locata che risente a sua volta di un elevato grado di soggettività estimativa.

L'approccio basato su transazioni comparabili relativamente omogenee dovrà fondarsi sulle migliori e più affidabili informazioni disponibili ai fini peritali, riferibili all'epoca di stipulazione del contratto di affitto dell'azienda. Sotto il profilo applicativo, per la stima del canone "congruo" talvolta potrà farsi riferimento al *range* delle percentuali "di mercato" sul fatturato mediamente atteso dalla gestione in affitto dell'azienda. In altri casi, quale *proxy* del fatturato atteso, potrà riferirsi ad una diversa misura della capacità produttiva dell'azienda. Ciò sempre tenendo in debita considerazione le specificità dei contratti di affitto d'azienda oggetto di valutazione, che suggeriscono come posizionarsi all'interno del suddetto *range* ai fini della stima, nei concreti casi, del congruo canone.

8. Sintesi e conclusioni

L'affitto d'azienda è un'operazione di natura straordinaria mediante la quale il locatore attribuisce all'affittuario, dietro pagamento di un canone, il diritto alla gestione di un'azienda o di un ramo d'azienda. La decisione di stipulare un contratto d'affitto d'azienda è assunta dai potenziali contraenti solo se l'operazione contribuisce alla creazione di valore per entrambe le parti coinvolte. Affinché la transazione risulti economicamente conveniente, è necessario definire una misura adeguata del canone d'affitto.

Obiettivo delle presenti note è stato proporre un approccio per stimare l'ammontare del canone in grado di rendere l'operazione conveniente sia per il locatore sia per l'affittuario. Ciò ha richiesto innanzitutto di superare l'impostazione relativamente consolidata in letteratura che, seppur con differenze nella determinazione dei singoli parametri, è concorde nello stimare il cosiddetto canone "congruo" come prodotto tra il capitale economico dell'azienda o del ramo d'azienda dato in affitto e un tasso di remunerazione. L'impostazione in parola risulta infatti inutilmente complessa, oltretutto viziata sotto il profilo logico, essendo la stima del valore dell'azienda o ramo d'azienda dato in locazione proiettata su un orizzonte temporale che non è coerente con la durata limitata del contratto d'affitto.

Con maggiore aderenza ai principi della finanza aziendale, l'analisi svolta si è proposta di individuare, piuttosto che un canone "congruo", un canone minimo di *break even* che rappresenti per il locatore la soglia al di sotto della quale l'affitto rappresenta una decisione economicamente non conveniente. Ciò nella consapevolezza che il locatore si trova a valutare l'opzione dell'affitto in alternativa alla possibilità di continuare a gestire direttamente l'azienda. Sotto il profilo applicativo il criterio valutativo richiede *in primis* di stimare, secondo una logica strettamente differenziale, il valore attuale netto dei *cash flows*, anche netti di imposta, che verrebbero meno concedendo in affitto l'azienda, flussi che sono legati sia alla gestione operativa sia alla gestione finanziaria con particolare riguardo al finanziamento del capitale circolante; il tasso di attualizzazione da utilizzare è pari alla somma tra un rendimento per investimenti privi di rischio e un *risk premium* coerente con l'operatività che può essere svolta in virtù delle coordinazioni produttive che costituiscono l'azienda. Il canone di *break even* può essere stimato individuando la struttura dei flussi di canoni netti d'imposta il cui valore attuale sia uguale al *net present value* dei flussi netti attesi che deriverebbero dalla gestione diretta del locatore, utilizzando per i canoni di affitto un tasso di attualizzazione che incorpori un premio al rischio in grado di riflettere le specificità contrattuali e il complesso di rischi che gravano sul locatore. Per il locatore l'affitto risulterà ovviamente più conveniente della gestione diretta solamente se è in grado di prezzare il contratto in misura superiore al canone di *break even*.

Anche l'affittuario, per valutare se l'affitto dell'azienda costituisce una decisione che crea valore, deve stimare un canone di *break even*, ovvero un canone massimo al di sopra del quale l'affitto costituirebbe un'operazione non conveniente. Per l'affittuario il canone di *break even* è stimato eguagliando a zero il *net present value* dei flussi netti d'imposta attesi dalla gestione dell'azienda in affitto, al netto anche dei canoni passivi da corrispondere.

Nel corso dell'analisi è stata altresì considerata l'ipotesi che l'imprenditore non possa né continuare nella gestione diretta dell'azienda, né procedere alla cessione. In tale circostanza il locatore si troverà a valutare la convenienza tra eventuali diverse alternative di affitto, procedendo, nel caso che le diverse ipotesi contrattuali siano tra loro disomogenee in termini di durata, alla loro omogeneizzazione con tecniche appropriate. La scelta ricadrà sul contratto d'affitto capace di generare il più elevato valore attuale netto.

Infine può accadere che si riveli necessario, ad esempio in sede di consulenza tecnica d'ufficio, valutare *ex post* la congruità di un canone contrattualmente già determinato. In tal caso il metodo ritenuto preferibile per individuare il canone "congruo" è quello definito delle transazioni comparabili. Tale metodo richiede, sotto il profilo applicativo, di riferirsi ove possibile al *range* delle percentuali "di mercato" da applicarsi al fatturato mediamente atteso dalla gestione in affitto dell'azienda, oppure ad una *proxy* del fatturato ritenuta rile-

vante rispetto al ramo di attività; al fine di collocarsi nella maniera più opportuna all'interno del citato *range* dovranno essere tenute in debita considerazione le peculiarità che caratterizzano il contratto stipulato.

Con l'eccezione di quest'ultimo contesto in cui risulta necessario valutare *ex post* il canone, ove però la valutazione è rispetto a condizioni medie di mercato, l'analisi svolta porta ad una conclusione di sostanziale irrilevanza della nozione astratta di "congruo" canone per il locatore nelle decisioni di affitto di azienda, decisioni da ricondursi invece a criteri valutativi tipici della finanza d'azienda ed in particolare al confronto esplicito tra alternative definite in termini di flussi netti di cassa attesi.

MICHELE RUTIGLIANO

*Professore ordinario
Docente di "Finanza Aziendale e Corporate Restructuring"*

LORENZO FACCINCANI

Ricercatore di Economia degli Intermediari Finanziari

Università degli Studi di Verona
Facoltà di Economia

ABSTRACT

Renting a business is a transaction by which a company gives to the lessee the right to manage a business (or a business unit). The article aims to identify the amount of the rent able to make the agreement economically convenient for both the lessor and the lessee. The literature on this topic has so far identified the "adequate" rent as the product of the value of the business and a given rate of return. This approach is considered here unnecessarily complex and not consistent with the principles of corporate finance. Therefore instead of estimating an "adequate" rent, this paper is proposing to determine a break even rent, representing a minimum threshold for the lessor and a maximum one for the lessee, below or above which, respectively, the agreement would not be economically convenient. From the lessor point of view, the estimate of a break-even rent is obtained by equating the net present value of the rents to the net present value of cash flows that would be obtained by direct running of the business. From the lessee point of view, the break-even rent is the amount that makes equal to zero the net expected cash flows resulting from the management of the business, of course also keeping into account the rents payable. But if the company cannot continue to run the business or to sell it, it has to choose, among different alternative rent agreements, the one which is able to generate the highest net present value. Finally, if you need an ex post evaluation of the rent adequacy in an already signed agreement, we suggest the comparable transactions approach, which is based generally on the range of "market" percentages on the expected average turnover coming from the management of the business.