



# DOCUMENTO

“La determinazione del canone congruo  
di locazione d’azienda nelle procedure  
concorsuali”

**Consigliere delegato**

Antonio Repaci

**Consigliere codelegato**

Marcello Marchetti

**A cura del Gruppo di Lavoro "Valutazione del canone di locazione nelle procedure concorsuali"**

PRESIDENTE

Giuseppe Sancetta

COMPONENTI

Alessandro Ireneo Baratta

Maria Rosaria Casalino

Domenico Merlicco

Alessandro Miccini

Paolo Stella Monfredini

Maria Teresa Pacelli

Basilio Ruscetta

Paolo Veri

**Ricercatore**

Nicola Lucido

---

## Indice

1. Introduzione.....	5
2. Alcuni cenni sui profili civilistici del contratto di affitto d'azienda.....	6
3. L'affitto d'azienda e le procedure concorsuali.....	6
4. La determinazione del canone di locazione d'azienda nelle procedure concorsuali.....	8
4.1. La determinazione del canone congruo nelle procedure concorsuali.....	9



## 1. Introduzione

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

Da un punto di vista normativo, il contratto di affitto di azienda è disciplinato dall'art. 2562 c.c. che per determinati aspetti rinvia ad altri articoli come di seguito riportati:

- articolo 2561, in merito alla salvaguardia del nome della ditta e della conservazione della sua destinazione d'uso;
- articolo 1615, con riferimento alla <<gestione in conformità della destinazione economica della cosa>>;
- articolo 2112, con cui vengono regolamentati i diritti e gli obblighi in caso di trasferimento d'azienda;
- articolo 2556, in relazione alla registrazione dei <<contratti che hanno come oggetto trasferimento di proprietà o il godimento di azienda>>;
- articolo 2557 sul divieto di concorrenza <<per il periodo di cinque anni dal trasferimento>>;
- articolo 2558 con riferimento al subentro dell'acquirente (affittuario) dell'azienda per i <<contratti stipulati per l'esercizio dell'azienda stessa che non abbiano carattere personale>>.

In un'ottica fallimentare, l'affitto d'azienda rientra tra gli strumenti a disposizione degli organi della procedura per la tutela del patrimonio di un'impresa insolvente.

A tal proposito, l'art. 79 l.f. prevede che <<Il fallimento non è causa di scioglimento del contratto di affitto d'azienda, ma entrambe le parti possono recedere entro sessanta giorni, corrispondendo alla controparte un equo indennizzo, che, nel dissenso tra le parti, è determinato dal giudice delegato, sentiti gli interessati. L'indennizzo dovuto dalla curatela è regolato dall'articolo 111, n. 1.>>.

Inoltre, l'articolo 104 bis l.f. stabilisce che <<Anche prima della presentazione del programma di liquidazione di cui all'articolo 104-ter su proposta del curatore, il giudice delegato, previo parere favorevole del comitato dei creditori, autorizza l'affitto dell'azienda del fallito a terzi anche limitatamente a specifici rami quando appaia utile al fine della più proficua vendita dell'azienda o di parti della stessa>><sup>1</sup>.

Dopo un breve inquadramento giuridico, doveroso per introdurre i contenuti del presente lavoro, nel prosieguo del documento, ci si soffermerà, inizialmente, sull'istituto dell'affitto d'azienda o di un ramo di essa nelle procedure concorsuali accennando alle motivazioni alla base della scelta del curatore o del commissario giudiziale. Successivamente, verranno trattati aspetti relativi alla determinazione del canone di affitto d'azienda che deve essere congruo affinché l'operazione

---

<sup>1</sup> <<Anche prima della presentazione del programma di liquidazione di cui all'articolo 104-ter su proposta del curatore, il giudice delegato, previo parere favorevole del comitato dei creditori, autorizza l'affitto dell'azienda del fallito a terzi anche limitatamente a specifici rami quando appaia utile al fine della più proficua vendita dell'azienda o di parti della stessa.

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

Il contratto di affitto stipulato dal curatore nelle forme previste dall'articolo 2556 del codice civile deve prevedere il diritto del curatore di procedere alla ispezione della azienda, la prestazione di idonee garanzie per tutte le obbligazioni dell'affittuario derivanti dal contratto e dalla legge, il diritto di recesso del curatore dal contratto che può essere esercitato, sentito il comitato dei creditori, con la corresponsione all'affittuario di un giusto indennizzo da corrispondere ai sensi dell'articolo 111, primo comma, n. 1).

La durata dell'affitto deve essere compatibile con le esigenze della liquidazione dei beni.

Il diritto di prelazione a favore dell'affittuario può essere concesso convenzionalmente, previa espressa autorizzazione del giudice delegato e previo parere favorevole del comitato dei creditori. In tale caso, esaurito il procedimento di determinazione del prezzo di vendita dell'azienda o del singolo ramo, il curatore, entro dieci giorni, lo comunica all'affittuario, il quale può esercitare il diritto di prelazione entro cinque giorni dal ricevimento della comunicazione.

La retrocessione al fallimento di aziende, o rami di aziende, non comporta la responsabilità della procedura per i debiti maturati sino alla retrocessione, in deroga a quanto previsto dagli articoli 2112 e 2560 del codice civile. Ai rapporti pendenti al momento della retrocessione si applicano le disposizioni di cui alla sezione IV del Capo III del titolo II.>>.

---

possa essere annoverata tra le possibili alternative nella liquidazione dell'attivo dell'impresa sottoposta ad una procedura concorsuale.

## 2. Alcuni cenni sui profili civilistici del contratto di affitto d'azienda

Volendoci soffermare brevemente sui profili civilistici che regolamentano l'istituto dell'affitto d'azienda, emerge innanzitutto che l'affittuario deve esercitare l'azienda sotto la "ditta" che la contraddistingue, evitando qualunque azione che possa depauperare l'avviamento positivo commerciale eventualmente presente a danno del locatore. Infatti, in base dell'art. 2561 c.c., comma 2, l'affittuario è tenuto a gestire il complesso aziendale senza modificarne la destinazione, preservando l'organizzazione e la gestione di persone e beni. Deve pertanto essere considerata illegittima ogni variazione nella composizione dell'azienda che possa pregiudicare l'avviamento o modificarne l'identità.

Al fine di stabilire l'eventuale danno provocato nella gestione dal conduttore al locatore, l'atto con cui si stipula il contratto di affitto d'azienda è solitamente completato da un inventario di consegna dei beni che rientrano nell'azienda oggetto di locazione.

L'art. 2561 comma 4° c.c. stabilisce che, <<la differenza tra le consistenze d'inventario all'inizio ed alla conclusione del periodo di affitto d'azienda deve essere regolata in denaro sulla base dei valori correnti alla scadenza del contratto>>.

Al fine di determinare l'ammontare del conguaglio (differenza) che il locatore o l'affittuario deve corrispondere, a seconda che vi sia stato un depauperamento del patrimonio o un suo incremento, la comparazione può essere effettuata tra il capitale economico<sup>2</sup> 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 hanno interessato la grandezza definita avviamento.

## 3. L'affitto d'azienda e le procedure concorsuali

Il contratto di locazione d'azienda può riguardare sia la fase prefallimentare (ex art. 79 l.f.) e sia la fase endofallimentare, quale opzione per la tutela del patrimonio della società fallita (ex art. 104 bis l.f.).

Nella prima circostanza, la scelta di onorare o meno il contratto di affitto è condizionata dalla volontà del curatore o dell'affittuario (art. 79 l.f.). Nella seconda ipotesi, è il solo curatore che propone questa tipologia contrattuale, sentito il comitato dei creditori e previa autorizzazione del giudice delegato (art. 104 bis l.f.).

Nel caso in cui il contratto sia in essere al momento della dichiarazione del fallimento, la valutazione di prosecuzione interesserà sicuramente il curatore ma anche l'affittuario, che potrebbe essere intimorito dalla procedura in atto o, viceversa, vedere nella medesima un'opportunità per proporre al curatore l'acquisto dell'azienda o del ramo d'azienda oggetto di contratto.

Dal canto suo, il curatore è tenuto a comprendere se le motivazioni alla base della stipula del contratto di affitto *ab origine* possano essere considerate idonee a giustificare la sua prosecuzione.

Occorrerebbe, infatti, capire se l'imprenditore fallendo abbia scelto di cedere in affitto la propria azienda, allo scopo di assicurarsi un'entrata costante di liquidità atta a pagare i debiti della società (scongiurando così il pericolo del fallimento), oppure abbia utilizzato il contratto d'affitto per motivazioni che in alcuni casi potrebbero rivelarsi fraudolente<sup>3</sup>. A

---

<sup>2</sup> Per capitale economico s'intende il potenziale esprimibile dall'azienda in un'ottica di produzione di ricchezza futura intesa come valore sinergico che si sprigiona dalle interazioni esistenti tra i beni, la componente umana e l'ambiente in cui opera l'impresa. In tal senso si parla di avviamento, la cui "quantificazione" presuppone un'attività di analisi che combina le dinamiche patrimoniali con quelle economiche-redдитuali. In tal senso REPACI A., LUCIDO N., *La redazione della perizia delle aziende in crisi*, in Riv. Eutekne, Luglio/Agosto 2015.

<sup>3</sup> <<La stipula di un contratto di affitto di azienda in prossimità dell'accesso ad una procedura concorsuale può infatti configurare, in presenza di talune condizioni – che la giurisprudenza ha nel tempo puntualmente delineato – il reato di bancarotta fraudolenta patrimoniale e, più precisamente, la fattispecie della c.d. "distrazione" Cfr. Bettini M., "Affitto d'azienda e procedure concorsuali: profili penali", 18 maggio 2014, in [www.forumprocedure.it](http://www.forumprocedure.it).

---

quest'ultimo proposito, è necessario che il curatore verifichi, ad esempio, la congruità del canone, chi siano i conduttori, le clausole contrattuali et al.<sup>4</sup>.

Con riferimento, invece, all'ipotesi in cui il contratto sia stipulato in epoca endofallimentare, la legge fallimentare in modo più esplicito pone l'accento sulla congruità del canone e sulla pubblicità dell'operazione. Nello specifico, così come indicato nell'art. 104 bis, al comma 2, <<La scelta dell'affittuario è effettuata dal curatore a norma dell'articolo 107, sulla base di stima, assicurando, con adeguate forme di pubblicità, la massima informazione e partecipazione degli interessati. La scelta dell'affittuario deve tenere conto, oltre che dell'ammontare del canone offerto, delle garanzie prestate e della attendibilità del piano di prosecuzione delle attività imprenditoriali, avuto riguardo alla conservazione dei livelli occupazionali>>

È naturale che nella fattispecie, il curatore dovrà tra l'altro verificare:

- la liquidità che può essere ricavata dall'affitto dell'azienda e dalla sua successiva cessione, rispetto alle somme che si possono ricavare dalla immediata cessione unitaria della medesima oppure di suoi rami;
- la liquidità che potrebbe derivare dalla dismissione dei singoli beni che costituiscono il complesso aziendale<sup>5</sup>;
- la valutazione delle garanzie prestate dal conduttore;
- gli effetti fiscali che potrebbero derivare dalla scelta dell'affitto piuttosto che dalla vendita;
- il livello occupazionale, e quindi una valutazione di carattere sociale, che si potrebbe preservare non procedendo alla immediata vendita unitaria o mediante smembramento del complesso di beni.

A quest'ultimo proposito, il legislatore, nel rispetto della continuità d'impresa, a tutela dei soggetti maggiormente coinvolti, come i dipendenti, con l'art. 3 comma 4° della L. 23 luglio 1991 n. 223 ha introdotto un diritto di prelazione legale sull'acquisto dell'azienda in favore dell'imprenditore che, dietro contratto di affitto abbia assunto la gestione anche parziale di aziende sottoposte a procedura concorsuale e soggette alla disciplina dell'intervento straordinario di integrazione salariale<sup>6</sup>.

La Suprema Corte (Cass. Civ. 3225/2012), intervenendo sull'argomento, ha chiarito che la prelazione legale non può essere applicata indiscriminatamente in quanto <<opera solo se l'affittuario, garantendo la continuazione dell'attività lavorativa dei dipendenti dell'impresa fallita, eviti l'erogazione da parte dello Stato di provvidenze di carattere sociale a favore dei lavoratori medesimi>>.

Più recentemente, sempre nell'ambito di diritto di prelazione per garantire la continuità aziendale, l'art. 11 comma 2 del DL 23 dicembre 2013 n° 145 convertito nella legge 21 febbraio 2014 n° 9 ha altresì introdotto una prelazione legale per l'affitto a favore dei dipendenti di società cooperative, stabilendo che <<Nel caso di affitto o di vendita di aziende, rami d'azienda o complessi di beni e contratti di imprese sottoposte a fallimento, concordato preventivo o amministrazione straordinaria, hanno diritto di prelazione per l'affitto o per l'acquisto le società cooperative costituite da lavoratori dipendenti dell'impresa sottoposta alla procedura>>.

L'attenzione verso l'istituto dell'affitto d'azienda nelle procedure concorsuali è ribadito anche dalla legge 6 agosto 2015 n. 132 che ha introdotto *ex novo* l'art. 163 bis l.f. in relazione al procedimento di trasferimento competitivo dell'affitto di azienda nella procedura di concordato preventivo.

In particolare, la norma stabilisce che qualora il piano di concordato preveda anche prima dell'omologazione, l'offerta da parte di un terzo di un contratto di affitto di azienda o di ramo d'azienda, si debba procedere mediante l'apertura di un procedimento competitivo. Il decreto che dispone l'avvio del procedimento competitivo deve indicare le modalità di

---

<sup>4</sup> Cassazione n. 44891/08, Cassazione n. 4964/09, Cassazione n. 46508/08, Cassazione n. 10742/08.

<sup>5</sup> Cfr. Lacchini M. (1998), *Le valutazioni del capitale nelle procedure concorsuali*, Padova, Cedam, 1998, pag. 122.

<sup>6</sup> <<L'imprenditore che, a titolo di affitto abbia assunto la gestione, anche parziale, di aziende appartenenti ad imprese assoggettate alle procedure di cui al comma 1, può esercitare il diritto di prelazione nell'acquisto delle medesime. Una volta esaurite le procedure previste dalle norme vigenti per la definitiva determinazione del prezzo di vendita dell'azienda, l'autorità che ad essa proceda provvede a comunicare entro dieci giorni il prezzo così stabilito all'imprenditore che sia riconosciuto il diritto di prelazione. Tale diritto deve essere esercitato entro cinque giorni dal ricevimento della comunicazione.>>

---

presentazione delle offerte, al fine di assicurarne la comparabilità, in relazione, ad esempio, alle garanzie prestate dai potenziali conduttori, i requisiti minimi richiesti per la partecipazione degli offerenti, la data dell'udienza per l'esame delle offerte et al.<sup>7</sup>.

#### 4. La determinazione del canone di locazione d'azienda nelle procedure concorsuali

Come precedentemente osservato, l'articolo 104 bis l.f. commi 1 e 2, stabilisce che *<<Anche prima della presentazione del programma di liquidazione di cui all'articolo 104-ter su proposta del curatore, il giudice delegato, previo parere favorevole del comitato dei creditori, autorizza l'affitto dell'azienda del fallito a terzi anche limitatamente a specifici rami quando appaia utile al fine della più proficua vendita dell'azienda o di parti della stessa.*

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

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

Detto principio è stato altresì ribadito in data 23 luglio 2014 dal Tribunale di Milano che ha dichiarato *<<inammissibile il reclamo ex art. 26 l.f. proposto avverso il provvedimento autorizzatorio del Giudice Delegato circa l'affitto d'azienda ex art. 104 bis l.f., poiché il predetto atto è un atto del curatore e rimane tale anche se sia stato trasfuso nel provvedimento di autorizzazione del Giudice Delegato, il quale, sotto tale profilo, ha mero valore di presa d'atto del curatore. Di conseguenza, l'offerente che voglia impugnare la decisione del curatore di stipulare l'affitto con altro offerente ha l'onere di reclamare l'atto del curatore ex art. 36 l.f. e non il decreto del Giudice Delegato ex art. 26 l.f.>>*.

Anche il Tribunale di Novara con decreto del 24 ottobre 2014 ha sottolineato che la scelta dell'affittuario è effettuata dal curatore a norma dell'art. 107 l.f., sulla base di una stima, assicurando, con adeguate forme di pubblicità, la massima informazione e partecipazione degli interessati. La scelta dell'affittuario deve tenere conto, oltre che dell'ammontare del canone offerto, anche delle garanzie prestate, dell'attendibilità del piano di prosecuzione delle attività imprenditoriali, avuto riguardo alla conservazione dei livelli occupazionali.

In tale ottica, risulta fondamentale il ruolo del curatore per la corretta applicazione delle prescrizioni previste dalla legge ed in particolare per la quantificazione del canone di affitto e la durata del relativo contratto. È bene ribadire, infatti, che la scelta di idonei criteri per la quantificazione del canone di affitto è rimessa al prudente apprezzamento del consulente che, come è noto, viene nominato dal curatore fallimentare.

##### 4.1 La determinazione del canone congruo nelle procedure concorsuali

---

<sup>7</sup> Attraverso questa norma il legislatore ha voluto evitare che una "offerta preconfezionata" possa sottrarsi alla gara competitiva. In tal modo si cerca di scongiurare il tentativo, finora frequente, di ritorno dei beni aziendali nella sfera degli stessi debitori proponenti il concordato. Cfr. Lamanna F. (2015), *La legge fallimentare dopo la miniriforma del D.L. n. 83/2015*, Milano, Giuffrè, pagg. 43-44.

Il tema dell'affitto d'azienda nell'ambito delle procedure concorsuali è stato, negli ultimi anni, oggetto di numerose trattazioni e approfondimenti dottrinali.

In astratto, il problema andrebbe affrontato valutando, in via preliminare, la convenienza tra affitto e gestione diretta. In buona sostanza, si tratterebbe di quantificare un canone minimo di *break even* che eguagli i benefici prodotti dalla gestione diretta rispetto alla locazione<sup>8</sup>.

Nella realtà, l'affitto è una scelta obbligata a causa delle notevoli difficoltà che potrebbero incontrare il proprietario oppure il curatore nella conduzione strategico-gestionale dell'azienda. Con particolare riferimento alla gestione diretta in caso di fallimento, va osservato che il curatore, sovente, non dispone delle competenze necessarie a tal fine e, quindi, l'affitto può rappresentare l'unica modalità di conservazione dei valori aziendali. In tale ambito, può accadere che:

- il contratto di affitto sia stato stipulato prima del fallimento talché il curatore ne debba valutare la convenienza anche con riferimento al canone pattuito;
- il contratto di affitto non sia stato formalizzato prima del fallimento, ma il curatore ritenga tale opzione obbligatoria per la conservazione del valore del complesso aziendale al fine di una successiva alienazione. In tale situazione, il curatore deve procedere secondo le modalità stabilite dall'art.107 l.f. per le vendite ossia in base a procedure competitive. Pertanto, è necessario che richieda una stima a un esperto e pubblicizzi la proposta d'affitto al fine di ottenere la massima informazione e partecipazione degli interessati.

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

Con riferimento al canone di affitto d'azienda, la dottrina ha proposto varie metodologie:

- il canone congruo potrebbe essere calcolato come prodotto tra il valore del capitale economico e un tasso di remunerazione del capitale investito nell'azienda locata. Il valore del capitale economico andrebbe determinato facendo ricorso a grandezze *stock* e non a grandezze flusso in quanto i flussi attesi rappresenterebbero l'incognita da determinare producendo problemi di circolarità. Per tale motivazione, sarebbe preferibile stimare il valore economico con metodi patrimoniali complessi ossia addizionando al patrimonio netto rettificato il valore dei beni immateriali non contabilizzati. Circa il tasso di remunerazione, esso andrebbe calcolato utilizzando il Capital Asset Pricing Model (C.A.P.M.) oppure la regola empirica di Stoccarda. In caso di fallimento, bisognerebbe sottrarre dal valore, l'ammontare di una correzione reddituale, quantificata attualizzando i differenziali tra redditi congrui e redditi normalizzati realizzabili nei successivi 3-5 esercizi<sup>9</sup>;
- il canone congruo, nel caso di un affitto deciso nell'ambito di una procedura fallimentare, potrebbe essere quantificato calcolando il prodotto tra il valore dell'azienda determinato secondo il metodo patrimoniale e una

<sup>8</sup> Cfr. Rutigliano M., Faccincani L. (2011), "La stima del canone congruo nell'affitto di azienda. Una diversa prospettiva di analisi", in *Rivista di Ragioneria ed Economia Aziendale*, settembre-ottobre. Volendo tradurre quanto sopra affermato in una formula, il canone di *break-even* risulterebbe pari a:

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

sostituendo i due membri, avremo:

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

considerando che:

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

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

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

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

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

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

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

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

<sup>9</sup> Lacchini M., Trequattrini R. (1998), "Sulla individuazione del canone "congruo" in ipotesi di affitto di azienda (con particolare riguardo alle imprese in fallimento)" in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* luglio-agosto.

---

percentuale che dovrebbe essere inversamente proporzionale alla deperibilità delle componenti immateriali d'azienda e andrebbe determinata in un intervallo compreso tra zero e la redditività normale di settore<sup>10</sup>;

- il canone congruo dovrebbe essere determinato come prodotto tra il valore d'uso del patrimonio locato e un tasso di congrua remunerazione dell'investimento effettuato. Il valore d'uso andrebbe quantificato attualizzando i flussi attesi dal capitale dell'azienda oggetto del contratto di affitto. Circa il tasso di congrua remunerazione, esso dovrebbe essere determinato considerando innanzitutto il rischio di insolvenza del conduttore ossia l'alea legata alla possibilità che non sia in grado di fronteggiare gli impegni assunti con l'accordo. Il che dipende, da un lato, dalla situazione economico-finanziaria dell'affittuario, dall'altro, dalle garanzie che assistono il contratto. Inoltre, qualora le differenze inventariali che si manifestano dall'inizio alla fine del contratto non vengano determinate con riferimento alla variazione di capitale economico, ma solamente in relazione alle modifiche nelle consistenze patrimoniali, il locatore sopporta anche un rischio derivante dalla possibile riduzione del valore dell'avviamento. Anch'esso andrebbe considerato nel tasso impiegato per determinare il canone di locazione<sup>11</sup>.

Le considerazioni formulate in ordine alla determinazione del canone di affitto d'azienda evidenziano impostazioni leggermente diverse, ma accomunate dal fatto che il corrispettivo da erogare al proprietario per l'utilizzazione del complesso dei beni necessari per l'esercizio dell'impresa deve essere quantificato come prodotto tra il valore dell'azienda e un appropriato tasso di rendimento.

Circa il saggio in questione, va evidenziato che esso andrebbe quantificato in relazione all'alea sopportata dal locatore che dipende da una pluralità di fattori quali il rischio operativo, il livello di solidità del conduttore, le garanzie prestate et al.<sup>12</sup>. Pertanto, la grandezza oggetto di analisi può attestarsi a un livello non lontano dal *free risk rate*<sup>13</sup> nel caso che il rischio operativo sia contenuto e, soprattutto, il conduttore abbia una notevole solidità patrimoniale. In tale situazione, il locatore matura crediti per canoni nei confronti dell'affittuario caratterizzati da un livello di rischio molto basso talché il tasso da utilizzare non può discostarsi in modo significativo dal saggio privo di rischio. Al contrario, qualora il rischio operativo sia elevato e, soprattutto, il conduttore presenti alcune difficoltà da un punto di vista di solidità patrimoniale, aumenta in modo rilevante l'alea gravante sul locatore. In tale situazione, il locatore matura crediti per canoni verso l'affittuario contraddistinti da un grado di rischio elevato talché il tasso da utilizzare tende ad avvicinarsi al costo del capitale dell'azienda oggetto d'affitto. Il canone di locazione non può essere determinato applicando un saggio maggiore del costo del capitale perché - in situazioni normali - supererebbe i redditi attesi dal conduttore e, quindi, non vi sarebbe nessuna convenienza a gestire l'azienda.

In sintesi, il tasso di rendimento impiegabile per quantificare il canone di locazione può oscillare in un intervallo nel quale l'estremo inferiore è il tasso privo di rischio, mentre l'estremo superiore è il costo del capitale che, per semplicità, può essere determinato sulla base di dati medi settoriali.

Le osservazioni svolte evidenziano che il canone di locazione è difficilmente determinabile in astratto senza considerare le caratteristiche del conduttore. Infatti, non è possibile raffrontare la situazione di un affitto formalizzato con un soggetto caratterizzato da significative capacità gestionali e notevole solidità patrimoniale rispetto a un'altra nella quale il contratto venga stipulato con una controparte finanziariamente fragile e, per di più, con modeste competenze. Per tale motivazione, nel caso di gare per l'affitto di aziende appartenenti a procedure concorsuali, si potrebbe stabilire un canone minimo riferito a una situazione di basso rischio della controparte e valutare le offerte pervenute in relazione alle considerazioni precedentemente formulate (rischio operativo, solidità del conduttore, garanzie prestate et al.).

Ciò premesso, da un punto di vista operativo, possiamo distinguere due situazioni:

- il proprietario si accolla esclusivamente il rischio di mancata riscossione dei canoni;

---

<sup>10</sup> Danovi A. (2000), "Fallimento, valutazione e affitto d'azienda", in *Rivista dei Dottori Commercialisti* n.4.

<sup>11</sup> Mechelli A. (2007), "La stima del valore congruo del canone di locazione nell'ipotesi di affitto d'azienda", in *Rivista dei Dottori Commercialisti* n.7.

<sup>12</sup> Per approfondimenti circa la misurazione del rischio operativo, cfr., tra l'altro, Renzi A., Sancetta G., Orlando B. (2015) "A Bottom up Approach to Unlevered Risk in a Financial and Managerial Perspective", in Strangio D., Sancetta G., *Italy in a European Context: Research in Business, Economics and Environment*, Palgrave, London.

<sup>13</sup> Il *free risk rate* può essere posto pari al rendimento dei titoli di Stato a medio-lungo termine (es. decennali).

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

Nel primo caso, l'affitto di azienda è assimilabile a un'operazione di finanziamento nella quale il capitale prestato è il valore dell'azienda e i canoni rappresentano la remunerazione periodica assegnata al locatore. In altre parole, è come se il proprietario prestasse alla controparte una somma di denaro (valore iniziale dell'azienda) e ricevesse una serie di remunerazioni periodiche (canoni) e, a conclusione del periodo di riferimento, la restituzione del capitale (valore finale dell'azienda). È evidente che tale situazione si verifica solamente se il capitale restituito (valore finale azienda) equivale a quello prestato (valore iniziale azienda)<sup>14</sup>.

In tale situazione, la formula applicabile per determinare il canone è:

$$C = iW$$

Dove: C è il canone d'affitto

i è un tasso che riflette il rischio di inadempimento della controparte

W è il valore dell'azienda

Il valore dell'azienda (W) può essere calcolato secondo le metodologie accreditate in dottrina e nella pratica professionale che, con particolare riferimento alle procedure concorsuali, sono state oggetto di approfondimento anche dal CNDEC che ha recentemente pubblicato un documento al riguardo<sup>15</sup>.

Il saggio "i" può essere determinato facendo riferimento, in via preliminare, al costo medio del debito dell'azienda oggetto del contratto d'affitto<sup>16</sup>. Tale tasso può essere desunto dalla documentazione bancaria disponibile oppure, in mancanza della stessa, tramite i dati di bilancio. Al riguardo, si riporta il seguente esempio. La Società Alfa è titolare di un'unica azienda e presenta, nelle ultime due annualità antecedenti al fallimento, i seguenti dati di bilancio:

- debiti finanziari (anno -1) pari a Euro 1.000.000<sup>17</sup>;
- debiti finanziari (anno - 0) pari a Euro 1.200.000;
- oneri finanziari (anno -1) pari a Euro 50.000.

Come noto, gli oneri finanziari maturano sul debito medio che, tuttavia, non può essere calcolato puntualmente con i soli dati di bilancio. Pertanto, si assume che il debito medio derivi dalla media aritmetica del debito iniziale (Euro 1.000.000) e di quello finale (Euro 1.200.000) e, quindi, che il costo medio del debito sia dato dal quoziente tra oneri finanziari (Euro 50.000) e debito medio (Euro 1.100.000) ovvero sia pari al 4,55%.

L'anzidetto dato (4,55%) rappresenta un punto di riferimento fondamentale per la determinazione di "i" ovvero il tasso che riflette il rischio di inadempimento della controparte nella formula prima riportata.

Nelle procedure concorsuali, è frequente la situazione nella quale l'affittuario corrisponde una pluralità di canoni in conto prezzo e, in seguito, è obbligato ad acquistare il complesso aziendale. In caso di concordato preventivo, l'obbligo di acquisire l'azienda e saldare il prezzo è spesso condizionato all'omologa. Anche in questo caso, il contratto è in larga parte assimilabile a un finanziamento in quanto si tratta di un'operazione di vendita a rate con la quale il proprietario concede all'affittuario la possibilità di un pagamento dilazionato del prezzo<sup>18</sup>. Per tale motivazione, il concordato preventivo

---

<sup>14</sup> Tra gli elementi che possono determinare variazioni del valore economico dell'azienda, non possiamo non richiamare gli *intangibles*. A tale proposito, cfr., tra l'altro, Sancetta G. (2007), *Gli intangibles e le performance dell'impresa. Verso nuovi modelli di valutazione e di comunicazione nella prospettiva sistemica*, Cedam, Padova.

<sup>15</sup> Linee guida del CNDEC, "Informativa di valutazione nella crisi d'impresa", 30 ottobre 2015.

<sup>16</sup> Nella formula, i riflette il rischio di inadempimento della controparte e non sempre può essere quantificato stimando il costo medio del debito. Per esempio, se l'affittuario prestasse garanzie che renderebbero certo l'incasso del canone, il tasso i dovrebbe essere posto pari al *free risk rate* in quanto nessun rischio graverebbe sul locatore.

<sup>17</sup> I debiti finanziari sono quelli produttivi di interessi passivi (es. debiti bancari).

<sup>18</sup> Nel contributo, è specificato in larga parte in quanto nel caso di mancata omologa del concordato non scatta l'obbligo di acquistare l'azienda.

---

caratterizzato da affitto e successiva vendita dell'azienda, da un punto di vista tecnico-aziendale, non può essere qualificato in continuità, ma liquidatorio. Infatti, la posizione del ricorrente è molto simile a quella di un creditore giacché il rischio dell'operazione dipende dall'inadempimento della controparte. Viceversa, nel concordato in continuità, i risultati dell'organizzazione imprenditoriale ammessa alla procedura dovrebbero dipendere dalle dinamiche competitive del contesto nel quale opera e dalle sue capacità di anticipazione e risposta<sup>19</sup>.

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

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

Supponiamo che:

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

Il beneficio dell'operazione può essere calcolato tramite il tasso interno di rendimento (T.I.R.) ossia quel saggio che azzerava il valore attuale netto dell'investimento (V.A.N.).

Come noto, per determinare il tasso interno di rendimento, è necessario risolvere un'equazione polinomiale inversa di grado n. In particolare:

$$\sum_{t=0}^n = F_0 + \frac{F_1}{(1+x)} + \frac{F_2}{(1+x)^2} + \frac{F_3}{(1+x)^3} + \dots + \frac{F_n}{(1+x)^n} = 0$$

Dove:  $F_0, F_1, F_2, F_3 \dots F_n$  sono i flussi di cassa associati all'investimento

$t = 0, 1, 2, 3 \dots n$  sono i periodi di manifestazione dei flussi

$x$  è il TIR

Nell'ottica del proprietario l'operazione si sostanzia in:

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

Il TIR dell'investimento è di circa il 6,58%. Per verificare la congruità dell'anzidetto importo, è possibile partire da saggi *free risk* ed applicare ad essi uno *spread* che tenga conto dell'alea dell'operazione dipendente dalla capacità di rimborso dell'affittuario e da eventuali garanzie rilasciate.

Se il proprietario si accolla anche l'alea derivante da eventuali variazioni negative di valore dell'azienda attribuibili a cattiva gestione da parte del conduttore, l'affitto non può essere assimilato a un'operazione di finanziamento in quanto il rischio è costituito da due componenti:

---

<sup>19</sup> Sul punto, v., tra l'altro, Sancetta G., Baratta A. (2016), "L'affitto d'azienda nelle procedure di concordato preventivo: aspetti problematici e criticità applicative", *Il Fallimentarista*, 9 marzo.

- 
- un rischio di credito derivante dal possibile inadempimento della controparte;
  - un'alea riconducibile alla cattiva conduzione dell'azienda da parte dell'affittuario.

In altre parole, il canone di locazione può essere stimato con riferimento alla seguente formula:

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

Dove: C è il canone d'affitto

i è un tasso che riflette il rischio di inadempimento della controparte

s è una maggiorazione del saggio associata all'alea derivante da cattiva gestione

W è il valore dell'azienda

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

La formula è una generalizzazione della precedente ed è stata riportata, soprattutto, per completezza espositiva in quanto, nel caso di procedure concorsuali, il prezzo di vendita è quasi sempre definito in sede di formulazione del contratto; in questa situazione, il proprietario non si accolla nessun rischio di variazione negativa del valore e, quindi, la variabile s assume valore nullo.