



diritto ed economia dell'impresa

Diretta da LUCIANO M. QUATTROCCHIO

3 - 2016

INTERVENTI di

*L.M. Quattrocchio, M. Cugno, A. Cugno, S. Ruoppolo
D. Monteleone, A. Franco, L. Caramello, C. Marino, B. Conca, A.F. Morone*

APPROFONDIMENTI di

F. Pipicelli, D. Zaniolo, L.M. Quattrocchio

SAGGI di

*B. Inzitari, A. Frignani, P. Virano, L.F. Mosca
L.M. Quattrocchio, V. Bellando, R. Monchiero*



G. Giappichelli Editore – Torino

Rivista telematica bimestrale 3 - 2016 • Iscrizione al R.O.C. n. 25223

ISSN 2499-3158

La valutazione d'azienda nelle procedure concorsuali

L.M. Quattrocchio-B.M. Omegna

SOMMARIO

1. Premessa. – 2. L'acquisizione dell'azienda all'attivo. – 3. Il programma di liquidazione. – 3.1. I termini. – 3.2. Il contenuto. – 3.2.1. L'affitto d'azienda o di rami d'azienda. – 3.2.2. La cessione d'azienda o di rami d'azienda. – 4. La cessione d'azienda nel concordato preventivo. – 4.1. Premessa. – 4.2. Il concordato liquidatorio. – 4.3. Il concordato con continuità aziendale. – 4.3.1. Forme di continuità aziendale. – 4.3.2. La continuità diretta. – 4.3.3. La continuità indiretta. – 4.3.3.1. La continuità indiretta tipica. – 4.3.3.2. La continuità indiretta atipica. – 4.4. Il concordato misto. – 4.5. La "cessione" nel concordato. – 4.5.1. La "cessione" nel concordato liquidatorio. – 4.5.2. La "cessione" d'azienda nel concordato con continuità aziendale. – 5. La valutazione d'azienda. – 5.1. Premessa. Il dato normativo. – 5.2. I metodi di valutazione. La *best practice*. – 5.2.1. I metodi suggeriti da Borsa Italiana. – 5.2.1.1. Premessa. – 5.2.1.2. Il metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF). – 5.2.1.3. Il metodo dei multipli di mercato. – 5.2.1.4. Il metodo EVA – *Economic Value Added*. – 5.2.1.5. La struttura della relazione di stima. – 5.2.1.6. Un caso particolare: le imprese immobiliari. – 5.2.2. I metodi suggeriti dall'*International Valuation Standards Council* (IVSC). – 5.2.2.1. Premessa. – 5.2.2.2. Nozioni. – 5.2.2.3. Le metodiche di valutazione. – 5.2.2.4. La valutazione d'azienda. – 5.2.3. I Principi di Valutazione dell'Organismo Italiano di Valutazione. – 5.2.3.1. Premessa. – 5.2.3.2. La metodica di mercato. – 5.2.3.3. La metodica dei flussi di risultato attesi. – 5.2.3.4. La metodica del costo. – 5.2.3.5. Le valutazioni d'azienda o di ramo d'azienda. – 5.2.3.6. La relazione di stima. – 5.2.4. Lo studio della Fondazione Nazionale Commercialisti. – 5.2.4.1. Premessa. – 5.2.4.2. Il metodo misto patrimoniale-reddituale. – 5.2.4.3. Il metodo di controllo. – 6. La valutazione del canone d'affitto. – 6.1. Premessa. – 6.2. Il Documento del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili. – 7. Le procedure competitive. – 7.1. Le procedure tradizionali. – 7.2. Le vendite con modalità telematiche. – 7.2.1. La disciplina originaria. – 7.2.2. Le novità di cui al d.l. n. 83/2015. – 8. Conclusioni.

1. Premessa

Il Legislatore, al fine di favorire – da una parte – la conservazione dei complessi produttivi e – dall'altra – la salvaguardia dei livelli occupazionali, ha introdotto una serie di norme che attribuiscono una sorta di primazia al trasferimento dell'azienda o di rami d'azienda rispetto alla cessione atomistica, che – per contro – implica lo smembramento del complesso aziendale.

Anche senza prendere in considerazione l'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi, ove la conservazione dei complessi aziendali (o la loro cessione) costituisce una priorità assoluta, le tracce della citata primazia si possono cogliere un po' ovunque, con riguardo sia al fallimento sia al concordato preventivo:

– art. 104-*bis*, comma 1, l. fall.: “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”;

– art. 105, comma 1, l. fall.: “La liquidazione dei singoli beni ai sensi degli articoli seguenti del presente capo è disposta quando risulta prevedibile che la vendita dell'intero complesso aziendale, di suoi rami, di beni o rapporti giuridici individuabili in blocco non consenta una maggiore soddisfazione dei creditori”;

– art. 186-*bis*, comma 1, l. fall.: “Quando il piano di concordato di cui all'articolo 161, secondo comma, lettera e) prevede la prosecuzione dell'attività di impresa da parte del debitore, la cessione dell'azienda in esercizio ovvero il conferimento dell'azienda in esercizio in una o più società, anche di nuova costituzione, si applicano le disposizioni del presente articolo”.

In tale contesto, il Legislatore ha introdotto un principio cardine che deve essere osservato nella prospettiva della individuazione del c.d. “*prezzo giusto*”, stabilendo – all'art. 104-*bis*, comma 2, l. fall. – che “La scelta dell'affittuario è effettuata dal curatore a norma dell'articolo 107, sulla base di stima ...” e – all'art. 107, comma 1, l. fall. – che “Le vendite e gli altri atti di liquidazione posti in essere in esecuzione del programma di liquidazione sono effettuati dal curatore tramite procedure competitive anche avvalendosi di soggetti specializzati, sulla base di stime effettuate, salvo il caso di beni di modesto valore, da parte di operatori esperti ...”.

Ciò nel rispetto di un altro dogma assoluto e, cioè, quello della competitività:

– art. 104-*bis*, comma 2, l. fall.: “La scelta dell'affittuario è effettuata dal curatore... assicurando, con adeguate forme di pubblicità, la massima informazione e partecipazione degli interessati”;

– art. 107, comma 1, l. fall.: “Le vendite e gli altri atti di liquidazione posti in essere in esecuzione del programma di liquidazione sono effettuati dal curatore... assicurando, con adeguate forme di pubblicità, la massima informazione e partecipazione degli interessati”;

– art. 163-*bis*, comma 1, l. fall.: “Quando il piano di concordato di cui all'articolo 161, secondo comma, lettera e), comprende una offerta da parte di un soggetto già individuato avente ad oggetto il trasferimento in suo favore,

anche prima dell'omologazione, verso un corrispettivo in denaro o comunque a titolo oneroso dell'azienda o di uno o più rami d'azienda o di specifici beni, il tribunale dispone la ricerca di interessati all'acquisto disponendo l'apertura di un procedimento competitivo a norma delle disposizioni previste dal secondo comma del presente articolo”.

La corretta individuazione del prezzo (*rectius*: del valore) dell'azienda rappresenta, dunque, un compito di particolare rilevanza nel procedimento di dismissione dell'attivo fallimentare e concordatario, poiché una sopravvalutazione potrebbe vanificare le prospettive di dismissione universalistica degli *asset* e una sottovalutazione potrebbe limitare il soddisfacimento dei creditori, anche se tale ultima evenienza è – almeno in parte – temperata proprio dalla competitività del procedimento medesimo.

Il presente lavoro, dopo un breve inquadramento delle fasi prodromiche alla dismissione dell'azienda (o di rami d'azienda) e una successiva trattazione delle procedure competitive, si concentrerà – nella parte centrale – sulle tecniche di valutazione, così come delineate dalla *best practice*, cercando – nelle conclusioni – di rispondere ad un interrogativo di fondo e, cioè, se – muovendo dal presupposto che il trasferimento dell'azienda (o di rami d'azienda) sottende l'esistenza di un complesso (almeno in potenza) funzionante – sia più corretto adottare metodi che implicano la continuità (aziendale) o piuttosto metodi di natura liquidatoria.

Infatti, la valutazione di un'impresa può avvenire in base a due diversi presupposti: la continuità aziendale (“*going concern*”) oppure la presenza di condizioni di liquidazione (“*break up*”); ove per “*going concern*” si intende la capacità dell'impresa di continuare ad operare come entità in funzionamento e per “*break up*” si intende l'intenzione, o la necessità, di liquidare l'entità o interromperne l'attività¹.

Occorre, tuttavia, sin da subito distinguere fra impresa e azienda; distinzione, peraltro, fatta propria dallo stesso art. 186-*bis* l. fall., il quale reca come rubrica proprio “*concordato con continuità aziendale*”, sottintendendo la possibile scissione fra impresa in crisi e azienda alla stessa facente capo.

2. L'acquisizione dell'azienda all'attivo

L'acquisizione all'attivo dei beni aziendali, come degli altri beni del fallito, consegue automaticamente alla dichiarazione di fallimento. Infatti, l'art. 42,

¹ Cfr. I.A.S. 1 (“*Presentazione del bilancio*”), paragrafo 25.

comma 1, l. fall., stabilisce che “La sentenza che dichiara il fallimento, priva dalla sua data il fallito dell’amministrazione e della disponibilità dei suoi beni esistenti alla data di dichiarazione di fallimento” (c.d. “*spossessamento*”).

La ricognizione dei beni aziendali avviene, invece, in sede di inventario. Infatti, a norma dell’art. 87, comma 1, l. fall., “Il curatore, rimossi i sigilli, redige l’inventario nel più breve termine possibile secondo le norme stabilite dal codice di procedura civile, presenti o avvisati il fallito e il comitato dei creditori, se nominato, formando, con l’assistenza del cancelliere, processo verbale delle attività compiute”. Il successivo comma 3 aggiunge che “Prima di chiudere l’inventario il curatore invita il fallito o, se si tratta di società, gli amministratori a dichiarare se hanno notizia che esistano altre attività da comprendere nell’inventario, avvertendoli delle pene stabilite dall’articolo 220 in caso di falsa o omessa dichiarazione” (c.d. “*Interpello*”).

L’espressione “*inventario*”, sia pur diversamente utilizzata e definita in dottrina nel corso del tempo, indica “un complesso di atti che ha la funzione di accertare la composizione di un patrimonio” e “consiste nell’individuazione delle attività e delle passività di cui il patrimonio è composto, e nell’elencazione di esse in un apposito documento, detto “processo verbale d’inventario” (o semplicemente “inventario”)”².

In particolare, l’art. 775 c.p.c. stabilisce che il processo verbale d’inventario deve – tra l’altro – contenere:

- la descrizione degli immobili, mediante l’indicazione della loro natura, della loro situazione, dei loro confini, dei dati catastali e delle mappe censuarie;
- la descrizione e la stima dei mobili, con la specificazione del peso e del marchio per gli oggetti d’oro e d’argento;
- l’indicazione della quantità e specie delle monete per il danaro contante;
- l’indicazione delle altre attività e passività.

Quindi, la ricognizione dei beni aziendali dovrebbe – teoricamente – avvenire in sede di redazione dell’inventario. In pratica, tuttavia, essa avviene già prima della dichiarazione di fallimento, nell’ipotesi di ricorso dello stesso debitore, giacché l’art. 14 l. fall. prevede che “L’imprenditore che chiede il proprio fallimento deve depositare presso la cancelleria del tribunale le scritture contabili e fiscali obbligatorie concernenti i tre esercizi precedenti ovvero l’intera esistenza dell’impresa, se questa ha avuto una minore durata. Deve inoltre depositare uno stato particolareggiato ed estimativo delle sue attività, l’elenco nominativo dei creditori e l’indicazione dei rispettivi crediti, l’indicazione dei ricavi lordi per ciascuno degli ultimi tre esercizi, l’elenco nominativo di coloro

² C. CATTANEO, *Inventario*, in *Digesto civ.*, X, Torino, 1993, p. 155.

che vantano diritti reali e personali su cose in suo possesso e l'indicazione delle cose stesse e del titolo da cui sorge il diritto".

Negli altri casi, l'art. 15, comma 4, l. fall. (nella c.d. "*istruttoria prefallimentare*"), si limita a prevedere che "l'imprenditore depositi i bilanci relativi agli ultimi tre esercizi, nonché una situazione patrimoniale, economica e finanziaria aggiornata"; e, quindi, non uno "stato particolareggiato ed estimativo delle sue attività". Peraltro, come previsto dall'art. 16, comma 1, n. 3, l. fall., la sentenza dichiarativa di fallimento "ordina al fallito il deposito dei bilanci e delle scritture contabili e fiscali obbligatorie, nonché dell'elenco dei creditori, entro tre giorni, se non è stato ancora eseguito a norma dell'articolo 14".

In pratica dunque, salvo il caso di ricorso per la dichiarazione di fallimento in proprio, la ricognizione dei beni aziendali avviene soltanto nel momento in cui il debitore consegna al curatore l'elenco delle posizioni creditorie (dell'impresa fallita) e la documentazione a supporto.

3. Il programma di liquidazione

3.1. I termini

La "*strategia di liquidazione*" è disegnata dal curatore nel programma di liquidazione, disciplinato dall'art. 104-ter l. fall., il quale costituisce – come espressamente indicato dal comma 2 – "l'atto di pianificazione e di indirizzo in ordine alle modalità e ai termini previsti per la realizzazione dell'attivo".

In particolare, l'art. 104-ter, comma 1, l. fall., prevede che il curatore debba predisporre un programma di liquidazione da sottoporre all'approvazione del comitato dei creditori, entro sessanta giorni dalla redazione dell'inventario. Il d.l. n. 83/2015, conv. con la legge n.132/2015, ha stabilito che il curatore deve dare corso all'adempimento "in ogni caso" non oltre centottanta giorni dalla sentenza dichiarativa di fallimento, e che "Il mancato rispetto del termine di centottanta giorni di cui al primo periodo senza giustificato motivo è giusta causa di revoca del curatore".

Inoltre, sempre il cit. d.l. n. 83/2015 ha aggiunto al comma 2 dell'art. 1 la lett. f), stabilendo che il programma di liquidazione deve prevedere il termine entro il quale sarà completata la liquidazione dell'attivo. Il successivo comma 3, a sua volta modificato dal cit. d.l. n. 83/2015, prevede che "Il termine di cui alla lettera f) del precedente comma non può eccedere due anni dal deposito della sentenza di fallimento"; e che "Nel caso in cui, limitatamente a determinati cespiti dell'attivo, il curatore ritenga necessario un termine maggiore, egli è tenuto a motivare specificamente in ordine alle ragioni che giustificano tale maggior termine".

Al proposito vale ancora la pena di ricordare che lo stesso d.l. n. 83/2015 ha introdotto il comma 10, stabilendo che “Il mancato rispetto dei termini previsti dal programma di liquidazione senza giustificato motivo è giusta causa di revoca del curatore”.

3.2. Il contenuto

3.2.1. L'affitto d'azienda o di rami d'azienda

In ordine al contenuto del programma di liquidazione, l'art. 104-ter, comma 2, lett. a), l. fall., prevede anzitutto che sia specificata “l'opportunità di autorizzare l'affitto dell'azienda, o di rami, a terzi ai sensi dell'articolo 104 bis”.

In particolare, l'art. 104-bis, comma 1, l. fall., 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”; e il successivo comma 2 stabilisce che “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”.

3.2.2. La cessione d'azienda o di rami d'azienda

L'art. 104-ter, comma 2, lett. d), l. fall., prevede inoltre che siano specificate “le possibilità di cessione unitaria dell'azienda, di singoli rami, di beni o di rapporti giuridici individuabili in blocco”.

Al riguardo, l'art. 105, comma 1, l. fall., stabilisce che “La liquidazione dei singoli beni ai sensi degli articoli seguenti del presente capo è disposta quando risulta prevedibile che la vendita dell'intero complesso aziendale, di suoi rami, di beni o rapporti giuridici individuabili in blocco non consenta una maggiore soddisfazione dei creditori”; e il successivo comma 2 stabilisce che “La vendita del complesso aziendale o di rami dello stesso è effettuata con le modalità di cui all'articolo 107, in conformità a quanto disposto dall'articolo 2556 del codice civile”.

Inoltre, come precisato dal successivo art. 105, comma 8, l. fall., “Il curatore può procedere alla liquidazione anche mediante il conferimento in una o più società, eventualmente di nuova costituzione, dell'azienda o di rami della stes-

sa, ovvero di beni o crediti, con i relativi rapporti contrattuali in corso, esclusa la responsabilità dell'alienante ai sensi dell'articolo 2560 del codice civile ed osservate le disposizioni inderogabili contenute nella presente sezione". In altri termini, può essere più conveniente per il curatore conferire l'azienda in una o più società, anche di nuova costituzione, e procedere all'alienazione delle quote o azioni di tale o di tali società.

In ogni caso di cessione, si applica la regola generale contenuta nell'art. 107, comma 1, l. fall., a norma del quale "Le vendite e gli altri atti di liquidazione posti in essere in esecuzione del programma di liquidazione sono effettuati dal curatore tramite procedure competitive anche avvalendosi di soggetti specializzati, sulla base di stime effettuate, salvo il caso di beni di modesto valore, da parte di operatori esperti, assicurando, con adeguate forme di pubblicità, la massima informazione e partecipazione degli interessati" (v. *infra*).

Al proposito, occorre rammentare che il più volte cit. d.l. n. 83/2015 ha integrato il comma 1, prevedendo che "Le vendite e gli atti di liquidazione possono prevedere che il versamento del prezzo abbia luogo ratealmente; si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni di cui agli articoli 569, terzo comma, terzo periodo, 574, primo comma, secondo periodo e 587, primo comma, secondo periodo, del codice di procedura civile. In ogni caso, al fine di assicurare la massima informazione e partecipazione degli interessati, il curatore effettua la pubblicità prevista dall'articolo 490, primo comma, del codice di procedura civile, almeno trenta giorni prima dell'inizio della procedura competitiva".

4. La cessione d'azienda nel concordato preventivo

4.1. Premessa

Possono individuarsi tre forme di concordato:

- il concordato liquidatorio;
- il concordato con continuità aziendale;
- il concordato misto.

4.2. Il concordato liquidatorio

Il concordato liquidatorio (puro) è definito dall'art. 160, comma 1, l. fall., il quale prevede che "L'imprenditore che si trova in stato di crisi può proporre ai creditori un concordato preventivo sulla base di un piano che può prevedere: a) la ristrutturazione dei debiti e la soddisfazione dei crediti attraverso qualsia-

si forma, anche mediante cessione dei beni, accollo, o altre operazioni straordinarie, ivi compresa l'attribuzione ai creditori, nonché a società da questi partecipate, di azioni, quote, ovvero obbligazioni, anche convertibili in azioni, o altri strumenti finanziari e titoli di debito; b) l'attribuzione delle attività delle imprese interessate dalla proposta di concordato ad un assuntore; possono costituirsi come assuntori anche i creditori o società da questi partecipate o da costituire nel corso della procedura, le azioni delle quali siano destinate ad essere attribuite ai creditori per effetto del concordato ...”.

La cessione dei beni – nella prospettiva liquidatoria – può, quindi, avvenire:

- in forma atomistica;
- in forma di cessione d'azienda, di rami d'azienda o di beni in blocco;
- mediante cessione di partecipazioni in società conferitarie dei beni.

4.3. Il concordato con continuità aziendale

4.3.1. Forme di continuità aziendale

L'art. 186-*bis*, comma 1, l. fall., prevede che “Quando il piano di concordato di cui all'articolo 161, secondo comma, lettera e) prevede la prosecuzione dell'attività di impresa da parte del debitore, la cessione dell'azienda in esercizio ovvero il conferimento dell'azienda in esercizio in una o più società, anche di nuova costituzione, si applicano le disposizioni del presente articolo. Il piano può prevedere anche la liquidazione di beni non funzionali all'esercizio dell'impresa”.

La continuità aziendale può essere totale o parziale; nel secondo caso si prevede la liquidazione dei beni non funzionali all'esercizio dell'impresa, dando vita ad un'ipotesi di concordato misto (v. *infra*).

Le ipotesi di continuità aziendale sono due:

- la continuità diretta;
- la continuità indiretta, la quale – a sua volta – può considerarsi:
 - tipica, quando è volta alla tutela dei creditori concorsuali della *old legal entity* in crisi (o *bad company*), nonché dei soci e dei creditori della *new legal entity in bonis* (o *good company*);
 - atipica, quando è volta alla tutela esclusiva dei soci e dei creditori della *new legal entity in bonis* (o *good company*).

4.3.2. La continuità diretta

La continuità diretta si realizza attraverso la prosecuzione dell'attività d'impresa in capo alla *old company*, che – attraverso i risultati di gestione (e, più

precisamente, attraverso i *cash-flow*) – provvederà al soddisfacimento dei creditori.

4.3.3. La continuità indiretta

Possono individuarsi due fattispecie di continuità indiretta:

– l'ipotesi in cui vi sia l'esercizio diretto dell'azienda (*rectius*: dell'impresa) da parte della *old legal entity* in crisi (o *bad company*), cui faccia seguito la cessione o il conferimento;

– il caso in cui vi sia l'esercizio indiretto (temporaneo) dell'azienda (*rectius*: dell'impresa) – tramite un contratto d'affitto o un contratto preliminare, anche stipulato anteriormente all'accesso alla procedura – da parte di una *new legal entity in bonis* (o *good company*), cui faccia seguito la cessione o il conferimento.

Al proposito è bene rammentare che la norma parla di cessione o conferimento di “azienda in esercizio” e non di “impresa in esercizio”, circostanza che depone chiaramente nel senso della legittimità della fattispecie di continuità indiretta.

4.3.3.1. La continuità indiretta tipica

La continuità indiretta tipica si realizza nei seguenti casi:

– cessione d'azienda (in esercizio): quando il prezzo – che costituisce la provvista per il pagamento dei creditori concorsuali – è pagato ratealmente ed origina dai *cash-flow* della cessionaria. Per assicurare l'efficacia dei rimedi di *cut off* è necessario che la cessione sia sottoposta a condizione risolutiva ovvero che sia prevista la riserva di proprietà e siano contemplati adeguati meccanismi di controllo;

– conferimento d'azienda (in esercizio): quando la provvista per il pagamento dei creditori concorsuali consiste in un flusso di dividendi e origina dai *cash-flow* della conferitaria. L'efficacia dei rimedi di *cut off* è limitata dalla circostanza che il conferimento non può essere sottoposto a condizione risolutiva o a riserva di proprietà, mentre è possibile contemplare adeguati meccanismi di controllo.

4.3.3.2. La continuità indiretta atipica

La continuità indiretta atipica si realizza nei seguenti casi:

– cessione d'azienda (in esercizio): quando il prezzo è pagato all'atto del trasferimento o è comunque garantito, ma la società cessionaria intende co-

munque beneficiare della previsione secondo cui i contratti in corso di esecuzione alla data di deposito del ricorso, anche stipulati con pubbliche amministrazioni, non si risolvono per effetto dell'apertura della procedura; nonché della norma in base alla quale l'ammissione al concordato preventivo non impedisce la continuazione di contratti pubblici se il professionista designato dal debitore di cui all'art. 67 l. fall. ha attestato la conformità al piano e la ragionevole capacità di adempimento; ed infine della disposizione per cui il giudice delegato, all'atto della cessione, dispone la cancellazione delle iscrizioni e trascrizioni. In caso contrario non si può parlare di concordato con continuità aziendale, ma di concordato liquidatorio di universalità;

– conferimento d'azienda (in esercizio): quando la partecipazione è venduta e il prezzo è pagato all'atto del trasferimento o è comunque garantito, ma la società conferitaria intende beneficiare della previsione secondo cui i contratti in corso di esecuzione alla data di deposito del ricorso, anche stipulati con pubbliche amministrazioni, non si risolvono per effetto dell'apertura della procedura; nonché della norma in base alla quale l'ammissione al concordato preventivo non impedisce la continuazione di contratti pubblici se il professionista designato dal debitore di cui all'art. 67 l. fall. ha attestato la conformità al piano e la ragionevole capacità di adempimento; ed infine della disposizione per cui il giudice delegato, all'atto del conferimento, dispone la cancellazione delle iscrizioni e trascrizioni. In caso contrario non si può parlare di concordato con continuità aziendale, ma di concordato liquidatorio di universalità trasformata in bene di secondo grado (la partecipazione).

4.4. *Il concordato misto*

Il concordato misto è implicitamente definito dall'art. 186-*bis*, comma 1, l. fall., il quale prevede che “Quando il piano di concordato di cui all'articolo 161, secondo comma, lettera e) prevede la prosecuzione dell'attività di impresa da parte del debitore, la cessione dell'azienda in esercizio ovvero il conferimento dell'azienda in esercizio in una o più società, anche di nuova costituzione, si applicano le disposizioni del presente articolo. Il piano può prevedere anche la liquidazione di beni non funzionali all'esercizio dell'impresa”.

Esso, quindi, si concretizza:

- in un concordato con continuità aziendale (diretta o indiretta) per l'intera azienda o singoli rami d'azienda;
- in un concordato liquidatorio, limitatamente ai c.d. “asset *non strategici*”.

4.5. La “cessione” nel concordato

4.5.1. La “cessione” nel concordato liquidatorio

L’art. 182, comma 1, l. fall., prevede anzitutto che “Se il concordato consiste nella cessione dei beni e non dispone diversamente, il tribunale nomina nel decreto di omologazione uno o più liquidatori e un comitato di tre o cinque creditori per assistere alla liquidazione e determina le altre modalità della liquidazione. In tal caso, il tribunale dispone che il liquidatore effettui la pubblicità prevista dall’articolo 490, primo comma, del codice di procedura civile e fissa il termine entro cui la stessa deve essere eseguita”; il quale ultimo stabilisce che “Quando la legge dispone che di un atto esecutivo sia data pubblica notizia, un avviso contenente tutti i dati, che possono interessare il pubblico, deve essere inserito sul portale del Ministero della giustizia in un’area pubblica denominata ‘portale delle vendite pubbliche’”.

Il successivo comma 5 stabilisce che “Alle vendite, alle cessioni e ai trasferimenti legalmente posti in essere dopo il deposito della domanda di concordato o in esecuzione di questo, si applicano gli articoli da 105 a 108-ter in quanto compatibili”.

4.5.2. La “cessione” d’azienda nel concordato con continuità aziendale

L’art. 186-*bis*, comma 1, l. fall., prevede anzitutto che “Quando il piano di concordato di cui all’articolo 161, secondo comma, lettera e) prevede la prosecuzione dell’attività di impresa da parte del debitore, la cessione dell’azienda in esercizio ovvero il conferimento dell’azienda in esercizio in una o più società, anche di nuova costituzione, si applicano le disposizioni del presente articolo. Il piano può prevedere anche la liquidazione di beni non funzionali all’esercizio dell’impresa”.

Al proposito, l’art. 161, comma 2, l. fall., stabilisce che “Il debitore deve presentare con il ricorso: e) un piano contenente la descrizione analitica delle modalità e dei tempi di adempimento della proposta; in ogni caso, la proposta deve indicare l’utilità specificamente individuata ed economicamente valutabile che il proponente si obbliga ad assicurare a ciascun creditore”.

L’art. 163-*bis*, comma 1, l. fall., prevede al proposito che “Quando il piano di concordato di cui all’articolo 161, secondo comma, lettera e), comprende una offerta da parte di un soggetto già individuato avente ad oggetto il trasferimento in suo favore, anche prima dell’omologazione, verso un corrispettivo in denaro o comunque a titolo oneroso dell’azienda o di uno o più rami d’azienda o di specifici beni, il tribunale dispone la ricerca di interessati all’acquisto disponendo l’apertura di un procedimento competitivo a norma delle disposizioni

ni previste dal secondo comma del presente articolo. Le disposizioni del presente articolo si applicano anche quando il debitore ha stipulato un contratto che comunque abbia la finalità del trasferimento non immediato dell'azienda, del ramo d'azienda o di specifici beni”.

Il successivo comma 2 stabilisce che “Il decreto che dispone l'apertura del procedimento competitivo stabilisce le modalità di presentazione di offerte irrevocabili, prevedendo che ne sia assicurata in ogni caso la comparabilità, i requisiti di partecipazione degli offerenti, le forme e i tempi di accesso alle informazioni rilevanti, gli eventuali limiti al loro utilizzo e le modalità con cui il commissario deve fornirle a coloro che ne fanno richiesta, la data dell'udienza per l'esame delle offerte, le modalità di svolgimento della procedura competitiva, le garanzie che devono essere prestate dagli offerenti e le forme di pubblicità del decreto. Con il medesimo decreto è in ogni caso disposta la pubblicità sul portale delle vendite pubbliche di cui all'articolo 490 del codice di procedura civile ed è stabilito l'aumento minimo del corrispettivo di cui al primo comma del presente articolo che le offerte devono prevedere”.

Infine, il comma 5 stabilisce che “La disciplina del presente articolo si applica, in quanto compatibile, anche agli atti da autorizzare ai sensi dell'articolo 161, settimo comma, nonché all'affitto di azienda o di uno o più rami di azienda”.

5. La valutazione d'azienda

5.1. Premessa. Il dato normativo

L'unico dato normativo di riferimento per la valutazione d'azienda è contenuto nell'art. 63, comma 1, del d.lgs. 8 luglio 1999, n. 270 (“*Nuova disciplina dell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza, a norma dell'articolo 1 della legge 30 luglio 1998, n. 274*”), ove si prevede che “Per le aziende e i rami di azienda in esercizio la valutazione effettuata a norma dell'articolo 62, comma 3, tiene conto della redditività, anche se negativa, all'epoca della stima e nel biennio successivo”.

Pare utile rammentare che la legge 21 febbraio 2014, n. 9, di conversione del d.l. n. 23 dicembre 2013, n. 145, ha previsto – all'art. 11, comma 3-*quinquies* – che “All'articolo 9 del decreto-legge 10 dicembre 2013, n. 136, convertito, con modificazioni, dalla legge 6 febbraio 2014, n. 6, dopo il comma 2 è aggiunto il seguente: ‘2-bis. L'articolo 63 del decreto legislativo 8 luglio 1999, n. 270, si interpreta nel senso che, fermi restando gli obblighi di cui al comma 2 e le valutazioni discrezionali di cui al comma 3, il valore determinato ai sen-

si del comma 1 non costituisce un limite inderogabile ai fini della legittimità della vendita”.

Al proposito, la Circolare di Assonime n. 12/2014 ha precisato che il Decreto Legge è “intervenuto, infine, sulla disciplina delle operazioni di vendita dell’impresa soggetta alla procedura di amministrazione straordinaria, prevedendo che l’articolo 63 del decreto legislativo 8 luglio 1999, n. 270 deve interpretarsi nel senso che il valore determinato ai sensi del primo comma dello stesso articolo non costituisce un limite inderogabile ai fini della legittimità della vendita. Per comprendere il senso e gli effetti della nuova disposizione occorre ricordare come l’articolo 63 del D.Lgs. 270/1999 sancisca alcune disposizioni speciali per la vendita di aziende in esercizio, volte a favorire la prosecuzione dell’attività e il mantenimento dei livelli occupazionali per almeno un biennio. In base a tale disposizione l’individuazione del prezzo di vendita da parte degli esperti nominati dal commissario straordinario, deve essere effettuata tenendo conto della redditività, anche se negativa, all’epoca della stima e nel biennio successivo. In altre parole, al valore dell’impresa al momento della stima deve essere sottratto, il c.d. *badwill*, ossia l’eventuale e probabile perdita di gestione che si verificherà nel biennio successivo, sebbene questa possa essere individuata soltanto in via astratta. A fronte di questa riduzione del prezzo l’acquirente deve obbligarsi a proseguire per almeno un biennio le attività imprenditoriali e a mantenere per il medesimo periodo i livelli occupazionali stabiliti nell’atto di vendita. Sulla base di tale disposizione si è posta la questione se una volta determinato il prezzo seguendo questo criterio, esso costituisca un vincolo per la legittimità dell’operazione di vendita oppure se l’organo gestore della procedura possa individuare come accettabili anche prezzi inferiori, qualora ciò sia ritenuto indispensabile per salvaguardare l’unità operativa dei complessi aziendali e l’unità dell’operazione. Secondo un orientamento dottrinale, la finalità dell’indicazione del metodo di determinazione del prezzo mediante la considerazione del *badwill* biennale non sarebbe tanto quella di fissare un limite al di sotto dal quale il prezzo di vendita non possa scendere, quanto piuttosto quella di individuare sin da subito un prezzo realistico che tenga conto della necessità di mantenere l’occupazione per un certo tempo e, dunque, della probabile perdita d’esercizio che ne potrebbe derivare. Qualora a fronte del prezzo così individuato non si rinvenissero potenziali acquirenti sarebbe più ragionevole determinare un prezzo inferiore, piuttosto che cessare l’azienda e vendere atomisticamente i beni, ricavandone verosimilmente una somma ancora più bassa da ripartire tra i creditori. Sul punto la giurisprudenza, tuttavia, si è espressa in modo contrario osservando come essendo poste a tutela di interessi generali, quali quelli dei creditori, quello dei lavoratori, nonché quello della conservazione del patrimonio produttivo, le disposizioni contenute negli artico-

li 62 e 63 del decreto 270/99 assumono il carattere di norme imperative e rappresentano un limite inderogabile al potere discrezionale sia del commissario straordinario che dell'autorità ministeriale. In quanto tali, la loro violazione determina la nullità dell'attività negoziale conclusiva della procedura di vendita e l'illegittimità degli atti ad essa prodromici. La norma in commento interviene, dunque, per dirimere la questione aderendo all'orientamento dottrinale su indicato e chiarendo che il valore determinato secondo il criterio del *badwill*, sebbene debba ritenersi il valore al quale le operazioni di vendita debbano almeno tendere, non rappresenti un limite inderogabile dalla cui violazione far derivare l'illegittimità della vendita stessa. Per espressa previsione della norma rimane, però, fermo l'obbligo dell'acquirente di proseguire per un biennio l'attività e di mantenere per lo stesso periodo i livelli occupazionali previsti dall'atto di vendita, nonché quello per il commissario di scegliere l'acquirente tenendo conto, oltre che dell'ammontare del prezzo offerto, dell'affidabilità dell'offerente e del piano di prosecuzione delle attività imprenditoriali, anche con riguardo alla garanzia del mantenimento dei livelli occupazionali”.

5.2. I metodi di valutazione. La best practice

5.2.1. I metodi suggeriti da Borsa Italiana

5.2.1.1. Premessa

Borsa Italiana, nell'aprile del 2004, ha rassegnato un Documento dal titolo “Guida alla valutazione”, allo scopo di “di tratteggiare una cornice per discutere le scelte che possono essere adottate da esperti e consulenti nell'ambito di alcune aree critiche del processo di valutazione di un'azienda, in particolare finalizzato alla quotazione in borsa”.

Il Documento ha, anzitutto, cura di segnalare che “in situazioni “*estreme*”, ossia nel caso della valutazione di *start-up*, nel caso di imprese che adottano tecnologie nuove o operano in mercati nuovi, o, più in generale, in presenza di rilevanti fattori specifici di rischio, la qualità di una valutazione si misura in funzione della chiarezza delle ipotesi di base e della trasparenza del procedimento adottato”.

In particolare, “Sul piano operativo, l'articolazione del processo di stima dovrebbe dunque ispirarsi ai seguenti principi:

- l'analisi del modello di *business* e della sua coerenza in rapporto al contesto competitivo e alla dotazione di risorse intangibili e di management costituisce il momento cruciale di ogni valutazione;
- la valutazione dovrebbe essere realizzata per somma dei valori delle principali *business unit*, se ciò risulta sensato e praticabile;

– il valore riferibile alle opportunità di crescita relative allo sviluppo di nuovi *business* dovrebbe essere tenuto distinto dal valore-base, ossia dal valore dei *business* esistenti;

– il valore dei risparmi fiscali riferibili alla deducibilità degli interessi passivi dovrebbe essere apprezzato in rapporto al realistico profilo dell'indebitamento, in funzione della generazione di cassa del *business* e dei programmi di crescita;

– se gli scenari di riferimento sono caratterizzati da elevata incertezza, il processo di valutazione dovrebbe concludersi con un'analisi di sensibilità dei risultati della stima in rapporto alle principali ipotesi di piano industriale”.

Viene poi sottolineato che “La valutazione di un'azienda consiste in un processo finalizzato alla stima del suo valore tramite l'utilizzo di uno o più metodi specifici”; con la precisazione che “Una premessa valida per l'utilizzo di tutti i metodi riguarda la necessità di garantire razionalità e trasparenza all'intero processo valutativo, motivando adeguatamente le principali scelte compiute”.

In tale contesto, “È ormai opinione diffusa nei mercati finanziari che un'azienda possa essere valorizzata sulla base dei flussi di cassa che produrrà in futuro; in Italia tuttavia, all'interno del dibattito che si è evoluto nel tempo sul concetto di valore, si sono riscontrati storicamente approcci diversi e per anni si è mantenuta una certa distanza concettuale dall'idea che il valore di un'impresa fosse strettamente collegato ai flussi di cassa. Al contrario, trovavano maggior riscontro metodi di valutazione basati sulla determinazione analitica del valore degli *asset* dell'azienda (metodo patrimoniale), metodi basati sulla determinazione del risultato economico normalizzato (metodo reddituale) e metodi misti (patrimoniale-reddituale). Il metodo patrimoniale si basa sul presupposto che il capitale economico di un'azienda corrisponda al patrimonio netto rettificato, dato dalla somma del valore corrente degli *asset* meno il valore del capitale di terzi. Il metodo reddituale procede invece alla determinazione di un reddito normalizzato, attualizzato, nel modello della rendita perpetua, ad un tasso di rendimento espressivo del rischio specifico aziendale. Il metodo misto infine stima il valore dell'azienda sommando al patrimonio netto rettificato il *goodwill*, dato dall'attualizzazione dei redditi futuri in eccesso che la società è in grado di generare rispetto ai risultati medi del settore”.

Per contro i metodi maggiormente diffusi nella *financial community* sono il metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF), il metodo dei multipli di mercato e l'EVA.

5.2.1.2. Il metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF)

Come sottolineato nel Documento, il metodo del *Discounted Cash Flow* è riconosciuto come il più accreditato dalle moderne teorie aziendali che corre-

lano il valore aziendale alla capacità di produrre un livello di flussi finanziari adeguato a soddisfare le aspettative di remunerazione di un investitore.

Sulla base di tale metodo, il valore dell'azienda è dato dalla somma algebrica delle seguenti componenti:

– il valore attuale dei flussi di cassa operativi netti che sarà in grado di generare in futuro (il cosiddetto *Enterprise Value*), scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital* o WACC); in genere tale calcolo prevede la determinazione del valore attuale dei flussi di cassa operativi attesi per un periodo di previsione esplicito e un valore finale, corrispondente al valore attuale dei flussi successivi al periodo di previsione analitica;

– la posizione finanziaria netta consolidata, espressa a valori di mercato;

– il valore di mercato di eventuali attività non inerenti alla gestione caratteristica o comunque non considerate ai fini delle proiezioni dei flussi di cassa operativi (*surplus assets*).

La formula che esprime il valore dell'azienda è la seguente:

$$E = \sum_{t=1}^n \frac{OFCF_t}{(1+WACC)^t} + V_f - D - M + SA$$

dove:

E = valore di mercato del patrimonio netto o *Equity*;

OFCF_t = flussi di cassa operativi attesi nel periodo di previsione esplicita;

WACC = tasso di attualizzazione, espresso come costo medio ponderato del capitale;

n = numero di anni di previsione esplicita;

V_f = valore finale attualizzato dell'azienda, corrispondente al valore attuale dei flussi relativi agli anni da n+1 in poi;

D = posizione finanziaria netta;

M = *minorities* (valore di mercato del patrimonio netto di terzi);

SA = *surplus assets*.

In particolare, il valore del capitale operativo o *Enterprise Value*, incluso nella formula precedente, può essere come di seguito rappresentato:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{OFCF_t}{(1+WACC)^t} + V_f$$

5.2.1.3. Il metodo dei multipli di mercato

Il metodo dei multipli di mercato presuppone che il valore di una società si possa determinare assumendo come riferimento le indicazioni fornite dal mercato per società con caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione. Esso si basa sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori borsistici e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione selezionato di società comparabili. I moltiplicatori così determinati vengono applicati, con le opportune integrazioni, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimare un intervallo di valori, qualora la società non sia quotata, o verificare se essi siano in linea con quelli espressi dal mercato, qualora sia negoziata su mercati borsistici.

L'applicazione di tale metodo si articola nelle fasi di seguito descritte:

- determinazione del campione di riferimento: data la natura di tale metodologia, risulta fondamentale l'affinità (da un punto di vista industriale e finanziario) tra le società incluse nel campione di riferimento e la società da valutare. L'impossibilità pratica di identificare società omogenee sotto ogni profilo induce a determinare i tratti più significativi per la definizione del paniere di confronto e a selezionare di conseguenza le aziende comparabili in relazione agli attributi prescelti;
- scelta dei multipli significativi: i principali multipli impiegati nella valutazione d'azienda sono di seguito elencati³:
 - EV/EBITDA: rapporto tra *Enterprise Value* (capitalizzazione di mercato più posizione finanziaria netta) e margine operativo lordo;
 - EV/EBIT: rapporto tra *Enterprise Value* e reddito operativo;
 - *Price/earning* (P/E): rapporto tra prezzo dell'azione e utile netto per azione;
 - EV/OFCE: rapporto tra *Enterprise Value* e flusso di cassa operativo;
 - EV/Sales: rapporto tra *Enterprise Value* e fatturato dell'azienda;
- calcolo dei multipli prescelti per le società rappresentate nel campione: in genere i multipli vengono calcolati sulla base dei dati finanziari dell'anno corrente e di quello successivo, tuttavia è possibile scegliere periodi temporali diversi, in funzione della specifica realtà aziendale e del contesto di valutazione;
- identificazione dell'intervallo di valori dei multipli da applicare alla so-

³ I multipli costruiti utilizzando grandezze contabili più influenzate da politiche di bilancio e fiscali sono soggetti al rischio di distorsione e possono condurre a risultati fuorvianti; fra tutti, il P/E risente maggiormente di tali fattori (oltre a risentire del diverso livello d'indebitamento). Per questa ragione, nella prassi vengono effettuate alcune rettifiche e normalizzazioni o in alternativa si ricorre a multipli calcolati con poste meno discrezionali (ad esempio, EV/EBITDA rispetto a EV/EBIT). L'utilizzo dell'EV/Sales, invece, è sempre meno frequente ed è confinato a casi di società con margini negativi o in fase di *turnaround*.

cietà oggetto di valutazione: la scelta dell'intervallo da applicare avviene in base a considerazioni qualitative e quantitative circa la comparabilità delle società che compongono il campione;

– applicazione dei multipli: i *ratio* così ottenuti sono applicati alle quantità economiche, patrimoniali e finanziarie della società oggetto di valutazione, al fine di determinare un intervallo di valori.

5.2.1.4. Il metodo EVA – Economic Value Added

L'EVA (*Economic Value Added*) è una metodologia di determinazione della *performance* d'azienda correlata all'obiettivo di massimizzazione del valore per gli azionisti; viene utilizzata per misurare il valore creato, ossia il profitto che residua dopo aver dedotto il costo del capitale investito utilizzato per generare quel profitto.

L'esigenza di sviluppare un metodo di misurazione del valore creato deriva dal presupposto che la determinazione della *performance* di un'azienda, attraverso la lettura dei meri risultati contabili, presenta numerosi limiti impliciti, dovuti principalmente alla natura prudenziale e all'incompletezza del sistema contabile, che non consentono di riflettere il reale andamento dell'attività gestionale.

L'*Economic Value Added* si fonda sull'assunto per cui un'azienda crea valore laddove i profitti sono superiori al costo delle fonti complessive di finanziamento.

La misura del valore generato (o distrutto) annualmente dall'azienda è data dal profitto operativo, al netto delle imposte, dedotto un costo figurativo espressivo della remunerazione del capitale investito. La formula è la seguente:

$$EVA = NOPAT - (WACC \times CE)$$

dove:

NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*) = risultato operativo netto d'imposta;

WACC (*Weighted Average Capital Cost*) = costo medio ponderato del capitale investito;

CE (*Capital Employed*) = capitale investito netto, risultante dall'ultimo bilancio.

In modo del tutto equivalente, si può ottenere l'EVA utilizzando una modalità di rappresentazione che espliciti la differenza tra il rendimento e il costo del capitale investito (cosiddetta formula del *value spread*):

$$EVA = \left(\frac{NOPAT}{CE} - WACC \right) \times CE$$

Dalla determinazione dell'EVA annuale si giunge al calcolo del valore dell'impresa, attraverso una grandezza intermedia definita MVA (*Market Value Added*), che matematicamente è equivalente al valore attuale di tutti gli EVA futuri.

La relazione fra il valore di mercato della società (EV) e il MVA è illustrato dalla seguente formula:

$$EV = CE + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t}$$
$$EV = CE + MVA$$

5.2.1.5. La struttura della relazione di stima

La relazione di stima riassume il percorso valutativo svolto e i principali risultati ottenuti.

Il Documento propone un'ipotesi di struttura della relazione di stima, suddivisa nelle seguenti sezioni:

- *Executive summary*.
- Premesse valutative.
- Mercato di riferimento.
- *Equity story*.
- Considerazioni sulla Valutazione.
- Conclusioni.

5.2.1.6. Un caso particolare: le imprese immobiliari

Il Documento prende, poi, in considerazione una serie di casi particolari; tuttavia, ai fini della presente trattazione si ritiene opportuno prendere in considerazione – tenuto anche conto della ricorrenza della fattispecie – soltanto la valutazione delle imprese immobiliari.

In particolare, nel Documento si afferma che la determinazione del valore di una società immobiliare può essere svolta con diversi approcci: il metodo del *Net Asset Value* (NAV), il DCF e il metodo dei multipli di mercato.

Il metodo del NAV presuppone – in primo luogo – l'identificazione del valore di mercato del portafoglio immobiliare, determinato solitamente in base alle caratteristiche e alle condizioni degli immobili, alla localizzazione, alle destinazioni d'uso e ai contratti di affitto in essere. A tal fine si fa generalmente ricorso al metodo comparativo o di mercato, al metodo reddituale e al metodo dei flussi di cassa:

- il metodo comparativo o di mercato è basato sul confronto tra il bene in

oggetto e altri simili, recentemente interessati da operazioni di compravendita o correntemente offerti sullo stesso mercato o su piazze comparabili;

– il metodo reddituale è basato sul valore attuale dei risultati potenziali futuri di una proprietà, ottenuto capitalizzando il reddito ad un tasso di mercato, rappresentativo delle caratteristiche dei flussi e delle aspettative di redditività degli investitori (l'incertezza è attribuibile ai redditi attesi dall'immobile, alla localizzazione e alla destinazione d'uso dello stesso);

– il metodo dei flussi di cassa si presta maggiormente alla valutazione di immobili da trasformare o ottimizzare per un migliore utilizzo.

Il valore di mercato degli immobili così determinato, componente principale dell'attivo di una società *real estate*, rappresenta la base per la valutazione della società nel suo complesso. In particolare, alla stima di tale valore si sommano algebricamente le altre attività e passività e si sottrae l'indebitamento finanziario netto; in tal modo si determina il valore della società in ipotesi di liquidazione del portafoglio immobiliare, senza dunque identificare un valore di *goodwill*.

Il valore del NAV è tipicamente al lordo dell'effetto fiscale e può essere rettificato sulla base del regime fiscale cui la società è sottoposta.

In alternativa al metodo del NAV possono essere utilizzati i seguenti metodi:

– il metodo dei multipli di mercato, che richiede l'identificazione di un campione di società comparabili – in termini di attività immobiliare svolta, caratteristiche del portafoglio posseduto o gestito, profilo finanziario e fiscale – e il calcolo del relativo sconto medio rispetto al NAV. Quest'ultimo viene utilizzato per identificare lo sconto da applicare al NAV della società *target*;

– il metodo dei flussi di cassa attualizzati, che si basa sulla stima dei flussi operativi al netto delle imposte, e consente la valorizzazione del *goodwill* della società stessa.

5.2.2. I metodi suggeriti dall'International Valuation Standards Council (IVSC)

5.2.2.1. Premessa

L'*International Valuation Standards Council* (IVSC), nel 2013, ha emanato un Documento intitolato "*International Valuation Standards*". Il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili ha presentato, nel mese di marzo del 2015, una bozza di traduzione in lingua italiana degli *International Valuation Standards*.⁴

⁴ L'*International Valuation Standards Council* (IVSC) è un'organizzazione indipendente,

I principi internazionali di valutazione contengono, non solo procedure per lo svolgimento di incarichi di valutazione, ma anche una guida operativa per un'applicazione coerente di detti principi.

5.2.2.2. *Nozioni*

Il Documento contiene, anzitutto, una serie di definizioni:

– il prezzo è l'importo richiesto, offerto o pagato in cambio di un'attività: a ragione della disponibilità finanziaria, delle motivazioni o degli specifici interessi di un dato acquirente o venditore, il prezzo pagato può differire dal valore che altri potrebbero attribuire alla medesima attività;

– il costo è l'importo necessario per acquistare o produrre l'attività: quando tale attività è stata acquistata oppure realizzata internamente, il suo costo è un dato di fatto. Il prezzo è collegato al costo poiché il prezzo pagato per un'attività diventa il suo costo per l'acquirente;

– il valore non è un fatto, ma un'opinione sul prezzo più probabile da pagare per un'attività in uno scambio ovvero sui benefici economici derivanti dalla proprietà di un'attività;

– un valore di scambio è un prezzo ipotetico e l'ipotesi sulla base della quale viene stimato il valore è determinata dalla finalità della valutazione;

– il valore di mercato è il prezzo di scambio stimato di un'attività che prescinde dai costi di vendita sostenuti dal venditore o dai costi di acquisto sostenuti dall'acquirente e dagli eventuali oneri fiscali a carico di entrambe le parti direttamente imputabili all'operazione;

– il valore di investimento è il valore di un'attività per il proprietario o per un potenziale proprietario ai fini del singolo investimento o per finalità di carattere operativo;

– il valore equitativo è il prezzo stimato per il trasferimento di un'attività o di una passività tra soggetti identificati consapevoli e disponibili che rifletta i rispettivi interessi di quelle parti. Il valore equitativo è un concetto più ampio del valore di mercato. Sebbene in molti casi il prezzo che è equo per le parti corrisponderà al prezzo ottenibile sul mercato, ci saranno casi in cui la valutazione del valore equitativo comporterà di tenere in considerazione aspetti di cui non

di diritto privato, senza scopo di lucro, che ha la finalità di accrescere la fiducia riposta dalla collettività nel processo di valutazione, mediante la creazione di un quadro di riferimento che disciplini l'emissione di giudizi di valutazione credibili da parte di esperti di valutazione che siano in possesso di un'adeguata formazione e agiscano in modo eticamente corretto.

Il Consiglio Nazionale dei Commercialisti fa parte dell'IVSC dal 2012 e ha ricevuto, insieme al Consiglio Nazionale Geometri e Geometri Laureati, l'autorizzazione a tradurre e pubblicare gli IVS 2013 in italiano. La pubblica consultazione si concluderà il 20 maggio 2016.

si deve tener conto nella valutazione del valore di mercato, ad esempio eventuali elementi di valore speciale che emergono per via della combinazione degli interessi;

– il valore speciale è un importo che riflette determinate caratteristiche di un'attività che hanno valore unicamente per un acquirente speciale. Il valore speciale può nascere quando un'attività ha delle caratteristiche che la rendono più vantaggiosa per un acquirente specifico rispetto agli altri eventuali acquirenti presenti su un mercato. Tali caratteristiche possono includere quelle fisiche, geografiche, economiche o legali di un'attività;

– il valore sinergico è un elemento di valore aggiuntivo creato dalla combinazione di due o più attività o interessi in cui il valore combinato è superiore alla somma dei valori separati. Qualora le sinergie siano disponibili soltanto per uno specifico acquirente, si tratta di un esempio di valore speciale.

5.2.2.3. Le metodiche di valutazione

Come indicato dal Documento, per arrivare alla valutazione possono essere usate una o più metodiche di valutazione. Le tre metodiche descritte nel Documento rappresentano le metodiche principalmente utilizzate nella valutazione; esse sono tutte basate sui principi economici dell'equilibrio dei prezzi, della previsione dei benefici o della sostituzione. In particolare:

– la metodica di mercato fornisce un'indicazione sul valore comparando l'attività in oggetto con attività identiche o simili per le quali siano disponibili informazioni relative al prezzo;

– la metodica dei risultati attesi fornisce un'indicazione sul valore convertendo i flussi di cassa futuri in un singolo valore di capitale corrente. Tale metodica considera il reddito che un'attività genererà nel corso della sua vita utile e ne indica il valore mediante un processo di capitalizzazione. La capitalizzazione implica la conversione del reddito in una somma di capitale mediante l'applicazione di un tasso di attualizzazione appropriato. Il flusso di reddito può derivare da uno o più contratti, ovvero avere un'origine non contrattuale, ad esempio il profitto atteso generato dall'uso o dal possesso di un'attività;

– la metodica del costo fornisce un'indicazione circa il valore, utilizzando il principio economico secondo il quale un acquirente pagherà per un'attività non più del costo necessario ad ottenere un'attività di pari utilità, acquistandola o mediante costruzione interna. Tale metodica si basa sul principio che il prezzo che un acquirente nel mercato pagherebbe per l'attività oggetto della valutazione, tranne nel caso in cui sorgano problemi legati alla tempistica, inconvenienti, rischi o altri fattori, non sarebbe superiore al costo necessario per acquistare o costruire un'attività equivalente. Spesso l'attività oggetto della

valutazione sarà meno interessante rispetto all'attività alternativa che potrebbe essere acquistata o costruita, per via della sua vita utile ovvero della sua obsolescenza. In questo caso, può essere necessario effettuare delle rettifiche al costo dell'attività alternativa in base alla configurazione di valore richiesta.

Ognuna di queste principali metodiche di valutazione include diversi criteri di valutazione, dettagliati nello stesso Documento.

5.2.2.4. *La valutazione d'azienda*

La valutazione d'azienda può consistere nella valutazione della sua attività complessiva o di un ramo aziendale. È importante distinguere tra il valore del complesso aziendale e quello delle singole attività o passività che compongono l'azienda. Qualora la finalità della valutazione richieda di stimare il valore delle singole attività o passività e tali attività possano essere separate dall'azienda e sia possibile trasferirle in modo indipendente, dette attività o passività dovrebbero essere valutate singolarmente e non come parte del valore dell'intera azienda.

La metodica di mercato e quella dei risultati attesi possono essere applicate alla valutazione di un'azienda o di un'interessenza partecipativa. La metodica basata sul costo non può generalmente essere applicata tranne nel caso 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 sono disponibili informazioni adeguate sulle attività dell'impresa.

In particolare, la metodica di mercato effettua una comparazione tra l'azienda oggetto di valutazione e aziende, interessenze partecipative e titoli simili che sono stati scambiati sul mercato ed eventuali operazioni effettuate su azioni/quote nello stesso mercato. Anche le operazioni e le offerte precedenti per ogni ramo dell'azienda possono essere indicative del valore.

Con la metodica dei risultati attesi è possibile utilizzare diversi criteri di valutazione per stimare il valore secondo la metodica dei risultati attesi. Questi includono il criterio della capitalizzazione o dell'attualizzazione dei flussi di cassa o reddituali. Il valore dell'impresa è generalmente ottenuto mediante la capitalizzazione dei profitti o dei flussi di cassa mediante l'applicazione di un tasso di capitalizzazione o di un tasso di attualizzazione prima dei costi di servizio del debito. Il valore di mercato delle passività finanziarie che generano interessi è dedotto dal valore dell'impresa per determinare il valore complessivo del patrimonio netto. Alternativamente, il valore del patrimonio netto può essere determinato misurando direttamente il flusso di cassa (reddituale) riferito al capitale netto.

5.2.3. I Principi di Valutazione dell'Organismo Italiano di Valutazione

5.2.3.1. Premessa

L'Organismo Italiano di Valutazione, nel 2015, ha approvato in via definitiva un Documento denominato “*Principi Italiani di Valutazione*” (PIV), raccomandandone l'utilizzo a partire dal 1 gennaio 2016⁵.

Il Documento contiene le seguenti premesse:

– la valutazione è un giudizio che richiede una stima, non è il risultato di un mero calcolo matematico: pertanto, non esiste il valore “*giusto*” o il valore “*vero*” di un bene. Ogni valore è sempre e comunque frutto di una stima. Si tratta sempre quindi di una quantità approssimata e non esatta;

– la valutazione richiede l'esercizio professionale di un giudizio: affinché tale giudizio sia fondato su basi solide è indispensabile che l'esperto disponga di adeguate competenze tecniche, di una buona esperienza professionale e delle necessarie conoscenze in merito all'oggetto della valutazione, all'eventuale settore o mercato di riferimento ed alle caratteristiche della valutazione medesima, e sia nelle condizioni di esprimere un giudizio affidabile;

– l'opinione di valore cui giunge l'esperto deve essere:

- razionale;
- verificabile;
- coerente;
- affidabile;
- svolta in modo professionale;
- svolta con competenza.

Esistono sei configurazioni di valore di riferimento:

– valore intrinseco o fondamentale: esprime 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;

– valore di mercato: è il 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);

⁵ L'Organismo Italiano di Valutazione è una fondazione indipendente senza scopi di lucro promossa da AIAF, ANDAF, ASSIREVI, Borsa Italiana, CNDCEC, Università L. Bocconi, con la finalità – tra l'altro – di “predisporre e mantenere aggiornati principi di valutazione per la redazione di perizie, *fairness opinion* ed analisi economiche, attraverso un processo in grado di garantire il pubblico interesse ed una elevata qualità”.

- valore d’investimento: esprime i benefici offerti da un’attività reale o finanziaria (o di un’entità aziendale) al soggetto che la detiene, o che potrà detenerla in futuro, con finalità operative o a puro scopo d’investimento;
- valore negoziale equitativo: esprime il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata alla data di riferimento fra due o più soggetti identificati, correttamente informati e concretamente interessati, bilanciando in modo equo i rispettivi interessi;
- valore convenzionale: discende dall’applicazione dei criteri specifici (particolari) che sono stati fissati per la sua determinazione dalla legge, e/o da regolamenti, e/o da principi contabili, o da contratti. La correttezza di tale valore discende esclusivamente dalla puntuale applicazione dei criteri medesimi;
- valore di smobilizzo: è un prezzo fattibile in condizioni non ordinarie di chiusura del ciclo d’investimento. Il valore cauzionale è un particolare valore di smobilizzo definito *ex ante*. Il valore di liquidazione è un particolare valore di smobilizzo.

La stima di una qualsiasi delle configurazioni di valore può caratterizzarsi per la diversa natura dei benefici futuri attesi presi in considerazione. Le configurazioni di valore sono pertanto meglio qualificate se si chiariscono anche gli attributi di valore che essi esprimono. Gli attributi di valore sono quattro:

- valore in atto;
- valore potenziale;
- valore oggettivo;
- valore soggettivo.

Il valore in atto tiene conto dei benefici economici dell’attività reale o finanziaria che già si stanno manifestando, o che potranno manifestarsi per effetto di azioni già intraprese. Si contrappone al valore potenziale, che tiene invece conto anche di possibili sviluppi futuri, per effetto di azioni ancora da intraprendere.

Un valore oggettivo è riconoscibile da qualunque operatore attivo sul mercato, mentre un valore soggettivo è riconoscibile solo da un particolare detentore dell’attività reale o finanziaria oggetto di valutazione o da un terzo potenzialmente interessato ad effettuare un investimento connesso a quest’ultima.

La valutazione di un’entità aziendale può avvenire in base a due diversi presupposti: la continuità della gestione (“*going concern*”) oppure la presenza di condizioni di liquidazione. L’esperto deve precisare nella relazione di stima la prospettiva adottata.

La valutazione di un’entità in liquidazione presuppone che l’entità aziendale cessi le proprie attività e i suoi beni vengano realizzati singolarmente o in gruppi in relazione alle opportunità di mercato e alle esigenze di liquidazione.

Al fine della determinazione del valore, nelle diverse configurazioni possi-

bili, possono essere utilizzati uno o più metodiche di valutazione; queste ultime individuano le differenti visioni di carattere generale che possono essere assunte per la determinazione del valore e nell'ambito delle quali possono essere classificati i principali criteri di stima.

Le tre principali metodiche nell'ambito delle quali possono essere classificati i criteri di valutazione utilizzati nella prassi professionale sono le seguenti:

- metodica di mercato (*market approach*);
- metodica dei flussi di risultati attesi (*income approach*);
- metodica del costo (*cost approach*).

5.2.3.2. La metodica di mercato

La metodica di mercato (*market approach*) fornisce un'indicazione di valore attraverso la comparazione dell'attività che deve essere valutata con attività simili o identiche con riferimento alle quali siano disponibili indicazioni significative di prezzi recenti. La metodica di mercato fornisce indicazioni di valore significative, in quanto basate su dati oggettivi, in presenza delle seguenti condizioni:

- le attività assunte quali *benchmark* dell'attività oggetto di valutazione presentino un grado accettabile di comparabilità;
- i prezzi osservati per le attività di riferimento si formino in normali condizioni di mercato;
- il mercato che rappresenta la fonte dei prezzi osservati esprima indicazioni coerenti con la configurazione di valore (*standard of value*) giudicata rilevante ai fini dello svolgimento dell'incarico.

Presupposto per l'impiego della metodica di mercato è che i prezzi osservati sul mercato con riferimento ad attività simili risultino rappresentativi; l'esperto non può quindi prescindere da un'analisi delle condizioni che hanno determinato la formazione del prezzo.

5.2.3.3. La metodica dei flussi di risultato attesi

La metodica dei risultati attesi (*income approach*) fornisce un'indicazione del valore basata sulla capacità di un'attività reale o finanziaria di generare flussi di risultati nel futuro. Questi ultimi possono essere configurati con differenti criteri che si riflettono nella varietà dei metodi riconducibili alla metodica.

5.2.3.4. La metodica del costo

La metodica del costo (*cost approach*) fornisce indicazioni in ordine all'onere che dovrebbe essere sostenuto per riprodurre un'attività con utilità equiva-

lente a quella oggetto di valutazione. Tale informazione può risultare rilevante anche in presenza di indicazioni di valore desumibili dalla metodica del mercato (*market approach*) e dalla metodica dei risultati attesi (*income approach*).

Il costo può essere inteso in due differenti accezioni: come costo di riproduzione o ricostruzione (*reproduction cost*) o come costo di sostituzione o rimpiazzo (*replacement cost*); il costo di riproduzione e il costo di rimpiazzo devono essere determinati tenendo conto dei fenomeni di degrado che interessano l'attività oggetto di valutazione.

5.2.3.5. *Le valutazioni d'azienda o di ramo d'azienda*

I metodi riconosciuti per la valutazione delle aziende, o di rami d'azienda, appartengono a cinque gruppi, comprensivi di diverse varianti:

– i metodi patrimoniali: le valutazioni di tipo patrimoniale si propongono di individuare il valore effettivo del patrimonio netto aziendale, risultante dalla distinta stima a valori correnti delle singole attività e passività alla data di riferimento. L'esperto deve perciò individuare tali elementi attivi e passivi, precisando per ciascuno i criteri di valutazione utilizzati. Le valutazioni di tipo patrimoniale sono accettabili ai fini delle operazioni economiche solo quando le prospettive reddituali dell'azienda, o del ramo di azienda in esame, indicano la presenza di un saggio di rendimento del capitale (proprio od operativo) in linea con il rendimento atteso dal mercato da investimenti di pari rischio. Il valore delle attività maggiormente esposte al rischio d'impresa dovrebbe perciò essere sempre sottoposto a verifica reddituale;

– i metodi reddituali: le valutazioni reddituali sono basate sulla capitalizzazione del reddito netto distribuibile di lungo periodo (o del risultato operativo netto disponibile al netto delle imposte che pagherebbe la società se non fosse indebitata) dell'azienda o del ramo d'azienda oggetto di stima, ad un tasso espressivo del costo-opportunità dei mezzi propri (o del costo medio ponderato del capitale). Le modalità di calcolo di tale reddito devono essere spiegate e giustificate. Nelle situazioni non ancora stabilizzate, è necessario tenere conto della prevedibile variabilità dei risultati, sino al raggiungimento dell'assetto di regime. Le stime di tipo reddituale sono di elezione nelle situazioni aziendali stabilizzate, mentre nelle situazioni caratterizzate da fattori evolutivi è generalmente da preferire la più analitica costruzione dei flussi di risultati consentita dai metodi finanziari;

– i metodi che esplicitano la creazione di valore: i procedimenti che esplicitano la creazione di valore includono il metodo patrimoniale reddituale (UEC), il metodo *Discounted Abnormal Earnings* (detto anche *Residual Income Method*) e il metodo *Discounted economic profit* (conosciuto anche co-

me EVATM). Si tratta nella sostanza di procedimenti riconducibili a valutazioni reddituali, che mettono in risalto l'entità del valore creato rispetto ai mezzi investiti nell'azienda, o nel ramo di azienda considerato;

– i metodi finanziari: le valutazioni basate sull'attualizzazione dei flussi monetari resi disponibili dall'azienda (o dal ramo aziendale) oggetto di stima comprendono il *Dividend Discount Model* (DDM) e il metodo *Discounted Cash Flow* (DCF); quest'ultimo nelle varianti *asset side* o *equity side*. Esse impegnano l'esperto ad una corretta individuazione dei flussi di cassa, sia nella fase evolutiva, sia nella fase di stabilizzazione attesa per il lungo periodo;

– i metodi comparativi di mercato: le valutazioni comparative comportano l'applicazione a grandezze aziendali rilevanti di moltiplicatori (o “*multipli*”) ricavati dalle capitalizzazioni di Borsa di società quotate confrontabili, o dalle negoziazioni comunque avvenute con riferimento a quote di capitale di società confrontabili. Rappresentano stime di tipo analogico finalizzate all'individuazione di un probabile valore di mercato dell'azienda, o del ramo di azienda, oggetto di esame, muovendo da prezzi registrati sul mercato per titoli di aziende quotate simili o per pacchetti azionari di società non quotate. L'esperto deve essere consapevole che non esistendo aziende sosia all'azienda da valutare, l'apparente semplicità di tali valutazioni nasconde numerose insidie, per effetto delle quali il metodo può condurre a risultati fuorvianti, in quanto estenda all'azienda oggetto di valutazione profili (di redditività, di crescita, di rischio) che essa non ha.

Al di là della loro articolazione, tutti sono riconducibili alle metodiche generali del costo, dei risultati attesi o del mercato, descritte nella rete concettuale di base.

L'azienda, o il ramo d'azienda oggetto di valutazione, costituisce un complesso coordinato di beni, di rapporti giuridici, di risorse umane unito da una comune finalità economica e dalla capacità di generare un'autonoma corrente di risultati. La presenza di queste condizioni deve essere verificata dall'esperto, se non risulta evidente dal contesto.

Le aziende, o i rami d'azienda, diverse dagli intermediari finanziari possono essere valutate con riferimento al capitale netto (valutazioni *equity side*) oppure al capitale operativo investito (valutazioni *asset side*), prescindendo dunque dall'indebitamento finanziario. Le due valutazioni si riferiscono in ogni caso ad una medesima realtà e devono dunque essere coerenti fra loro.

Nella selezione del metodo o dei metodi di valutazione, l'esperto 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.

Sono da evitare aggregazioni di metodi che non esprimono un razionale percorso valutativo.

5.2.3.6. *La relazione di stima*

La sintesi valutativa richiede la formulazione di una sintesi razionale delle diverse indicazioni di valore ottenute dai diversi metodi eventualmente considerati. Sono da evitare gli aggiustamenti non razionali (ad esempio la semplice applicazione di medie a valori molto dispersi) e la presentazione di “*range*” di valori di ampiezza tale da lasciare eccessivi margini di discrezionalità alla decisione per la quale la stima è stata richiesta all’esperto. Devono infine essere ricordati ai destinatari della relazione di stima gli aspetti critici del processo valutativo svolto.

Le relazioni di stima devono avere un’organizzazione logica e devono essere in grado di anticipare le domande che un lettore competente potrebbe porsi. In nessun modo i dati riportati in una parte della relazione dovrebbero contraddire dati riportati in altra parte della relazione senza adeguate riconciliazioni.

La relazione dell’esperto, qualunque sia la sua natura, deve contenere (in forma non ambigua) nella parte introduttiva i seguenti contenuti minimi che definiscono l’ambito di riferimento del lavoro compiuto dall’esperto (*scope of work*):

- l’identità del committente ed i destinatari della valutazione;
- la descrizione dell’incarico;
- l’oggetto della valutazione (descrizione e caratteristiche);
- la finalità della valutazione;
- eventuali restrizioni legali o convenzioni nello svolgimento dell’incarico;
- la data di riferimento della valutazione;
- la valuta funzionale della valutazione;
- l’identità dell’esperto (società e soggetto che firma la valutazione);
- la competenza professionale dell’esperto (attestazione delle competenze e dell’esperienza necessaria ad assolvere l’incarico);
- l’attestazione dell’esperto di adesione al *Code of Ethical Principles for Professional valuer* dell’IVSC;
- l’attestazione di indipendenza richiesta rispetto al tipo di mandato ricevuto da parte dell’esperto o dichiarazione che sta agendo come consulente di parte;
- la dichiarazione (eventuale) di presenza di potenziali conflitti diretti o indiretti da parte dell’esperto (con precisazione delle ragioni per le quali l’esperto ritiene che la circostanza non sia di ostacolo allo svolgimento dell’incarico);
- l’eventuale ricorso ad altri specialisti (qualificazione e ragioni) e dichiarazione dell’assenza di ragioni per dubitare della credibilità e della affidabilità

della base informativa utilizzata dallo specialista come pure dell'assenza di elementi di contesto tali da far ritenere il processo svolto e i risultati ottenuti non siano attendibili (o eventuali ragioni per cui lo specialista non può esprimersi sulla ragionevolezza dei risultati raggiunti dallo specialista);

- l'attestazione di adesione ai PIV (e/o gli eventuali scostamenti dai PIV);
- la natura della stima (valutazione piena o valutazione limitata, parere di congruità finanziaria, parere valutativo o revisione di valutazione di un terzo);
- la data di riferimento della valutazione/parere/revisione (ed eventuale qualificazione della valutazione come valutazione retrospettiva);
- il presupposto della valutazione/parere/revisione (funzionamento o liquidazione);
- la prospettiva della valutazione/parere/revisione (partecipanti al mercato o specifico soggetto);
- la configurazione di valore adottata (valore intrinseco o fondamentale, valore di mercato, valore d'investimento, valore negoziale equitativo, valore convenzionale, valore di smobilizzo) ed i suoi eventuali attributi (valore in atto o valore potenziale, valore soggettivo e valore oggettivo);
- l'unità di valutazione e la aggregazione di attività;
- la natura e le fonti delle informazioni su cui si è basata la valutazione/parere/revisione e le eventuali limitazioni alla base informativa;
- le ipotesi/condizioni adottate (con distinzione fra ipotesi speciali, relative a situazioni ipotetiche, rilevanti e sensibili);
- le eventuali limitazioni allo svolgimento della valutazione/parere/revisione (e le eventuali circostanze in grado di rendere non qualificato il giudizio di valore);
- le eventuali particolarità riscontrate (fra cui gli eventi intercorsi fra la data cui si riferisce la valutazione e la data del rapporto di valutazione, c.d. *subsequent events*);
- l'attestazione che è stato seguito tutto il processo che l'esperto ritiene necessario per esprimere un giudizio informato di valore;
- la data della relazione (sempre successiva alla data di riferimento della stima);
- la modalità di espressione del valore (valore unico o *range* di valori) ed il relativo razionale;
- eventuali richiami di informativa (relativamente a *sensitive assumptions* o a limitazioni nelle informazioni disponibili).

In tutti gli altri casi – ad esempio, quando l'incarico viene conferito dall'Autorità Giudiziaria nell'ambito di un processo civile o di un procedimento penale – l'esperto deve avere cura di inserire, salvo superiori prescrizioni contrarie od oggettiva impossibilità, nella propria relazione tutti gli elementi atti ad integrare la conoscenza, da parte dei destinatari, dei contenuti minimi sopra elencati.

5.2.4. Lo studio della Fondazione Nazionale Commercialisti

5.2.4.1. Premessa

La Fondazione Nazionale dei Commercialisti, in data 31 luglio 2015, ha pubblicato un Documento dal titolo “*La valutazione delle aziende in crisi: spunti e riflessioni*”.

Come osservato nel Documento, la valutazione delle aziende in crisi rappresenta spesso la sintesi di considerazioni assai articolate, tenuto conto dello stato di incertezza operativa in cui può trovarsi l’organizzazione al momento in cui viene effettuata la stima. Tale giudizio richiede, quindi, spesso una preliminare attività di approfondimento e ponderazione dei diversi possibili scenari; secondo la dottrina, la valutazione delle aziende in crisi risulta una delle operazioni di *business valuation* più complesse in assoluto.

La principale complessità valutativa origina dal fatto che le valutazioni sono effettuate in contesti di continuità aziendale, mentre la valutazione delle aziende in crisi parte dal presupposto che tale continuità possa essere pregiudicata. Per tale ragione, è – anzitutto – necessario sviluppare un processo valutativo coerente e rigoroso che può essere suddiviso in ambientazione (o contesto di riferimento), architettura, tecniche di valutazione e valutazione.

Parte della dottrina ha evidenziato che, qualora sussista il presupposto del *going concern*, qualsiasi metodo – seppur adeguatamente considerato – può essere accettato. Ad ogni buon conto, i metodi diretti appaiono di più difficile applicazione, poiché le aziende in crisi vivono situazioni molto particolari, per cui l’identificazione di operazioni o realtà comparabili appare difficile.

In tale contesto, la dottrina ritiene che il metodo di valutazione d’azienda che possa essere più proficuamente applicato per le aziende in perdita è il metodo misto patrimoniale-reddituale.

5.2.4.2. Il metodo misto patrimoniale-reddituale

Il metodo misto patrimoniale con stima autonoma del *goodwill*, nella sua versione più conosciuta e applicata nella prassi, può essere espresso per mezzo della seguente formula:

$$W = K + \Sigma (R - K_i)$$

laddove:

W = valore dell’azienda

K = capitale netto rettificato

$\Sigma (R - K_i)$ = *badwill* valutato in un orizzonte temporale (n), con i = costo del capitale

R = reddito medio normalizzato atteso

5.2.4.3. Il metodo di controllo

La dottrina suggerisce, inoltre, di affiancare al metodo principale un metodo di controllo. Il documento individua, al proposito, il metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF), come suggerito da parte della dottrina e prassi professionale nord-americana, anche se non tutti concordano su tale impostazione, preferendo il metodo reddituale; esso consiste nell'attualizzazione dei flussi finanziari futuri.

Il metodo nella sua impostazione più generale può essere rappresentato con la seguente formula.

$$W = \sum F/(1 + i) + TV/(1 + i)^n$$

ove:

F = flussi di cassa degli anni n del piano

I = tasso di attualizzazione

TV = valore terminale dell'azienda

La formulazione generale può essere rivisitata a seconda che faccia riferimento a una misurazione *unlevered* o *levered*. Nel primo caso (*unlevered*) i flussi di cassa sono stimati non tenendo in considerazione l'effetto dell'indebitamento; la gestione finanziaria viene, quindi, recuperata per mezzo dell'inclusione nella formula del costo del debito e dalla posizione finanziaria netta.

$$W = \left[\sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+WACC)^t} + TV/(1 + WACC)^n \right] - PFN$$

Nel secondo caso i flussi di cassa sono stimati tenendo in considerazione l'effetto dell'indebitamento.

6. La valutazione del canone d'affitto

6.1. Premessa

La stima del canone di affitto d'azienda rappresenta una tematica già affrontata in passato dalla letteratura economico-aziendale, che ha proposto a tal fine – vari approcci. In particolare alcuni Autori⁶ hanno affermato che il valore del canone “congruo” di affitto risulta pari al prodotto tra il valore del capi-

⁶ 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.

tale economico dell'azienda concessa in affitto e un tasso di remunerazione del capitale investito nell'azienda concessa in affitto.

Allo scopo di determinare il valore del capitale economico tali 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. 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.

Gli stessi Autori 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).

Infine, qualora l'affitto sia concesso nel corso di una procedura concorsuale, il valore del capitale economico o dell'attivo operativo dovrebbe essere determinato sempre ricorrendo alle metodologie sopra espone, prevedendo tuttavia – allo scopo di tener conto che la società si trova in situazione di *default* 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.

Un altro Autore⁷, sempre nel contesto di procedure concorsuali, afferma che il canone – se determinato in misura fissa – deve essere pari al prodotto tra il valore dell'azienda (o del ramo d'azienda concesso in affitto) 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 dell'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.

⁷ Cfr. A. DANOVÌ, *Fallimento, valutazione e affitto d'azienda*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 4, 2000, p. 510.

Infine, un altro Autore⁸ propone di determinare il canone di affitto come prodotto tra il valore d'uso del patrimonio concesso in affitto 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” calcolano il valore dell'azienda applicando il metodo patrimoniale.

Con riguardo alla stima del tasso di “congrua” remunerazione, tale Autore 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 dipende 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 proprietario sostiene – in aggiunta – il rischio di riduzione del valore dell'avviamento relativo all'azienda oggetto del contratto di affitto. 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, gli Autori sono sostanzialmente concordi nell'affermare che il canone cosiddetto “congruo” può essere quantificato moltiplicando il capitale economico dell'azienda per un tasso di remunerazione. Il valore così calcolato rappresenterebbe l'ammontare che giustifica la sottoscrizione di un contratto 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 o di concedere in affitto l'azienda successivamente all'apertura del fallimento (o del concordato preventivo).

⁸ 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.

6.2. Il Documento del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili

Il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, nel mese di marzo del 2016, ha rassegnato un Documento dal titolo “*La determinazione del canone congruo di locazione d’azienda nelle procedure concorsuali*”

Nel Documento si richiamano le metodologie di determinazione del canone di affitto d’azienda proposte dalla dottrina:

– 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;

– 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 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;

– il canone congruo dovrebbe essere determinato come prodotto tra il valore d’uso del patrimonio affittato 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 proprietario sopporta anche un ri-

schio derivante dalla possibile riduzione del valore dell'avviamento. Anch'esso andrebbe considerato nel tasso impiegato per determinare il canone di affitto.

Nel Documento si perviene alle stesse conclusioni richiamate nel paragrafo precedente e, cioè, che le diverse metodologie di determinazione del canone di affitto d'azienda, anche se basate su impostazioni leggermente diverse, sono 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.

Il saggio in questione, secondo il Documento, andrebbe quantificato in relazione all'alea sopportata dal proprietario che dipende da una pluralità di fattori quali il rischio operativo, il livello di solidità del conduttore, le garanzie prestate, ecc. Pertanto, la grandezza oggetto di analisi può attestarsi a un livello non lontano dal *free risk rate* nel caso che il rischio operativo sia contenuto e, soprattutto, il conduttore abbia una notevole solidità patrimoniale. In tale situazione, il proprietario 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 proprietario. In tale situazione, il proprietario 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 affitto 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.

Il Documento si conclude affrontando il caso, piuttosto frequente, in cui l'affittuario corrisponde una pluralità di canoni in conto prezzo e, in seguito, è obbligato ad acquistare il complesso aziendale. 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.

7. Le procedure competitive

7.1. Le procedure tradizionali

Come si è detto, l'art. 107, comma 1, l. fall., prevede che “Le vendite e gli altri atti di liquidazione posti in essere in esecuzione del programma di liquida-

zione sono effettuati dal curatore tramite procedure competitive anche avvalendosi di soggetti specializzati, sulla base di stime effettuate, salvo il caso di beni di modesto valore, da parte di operatori esperti, assicurando, con adeguate forme di pubblicità, la massima informazione e partecipazione degli interessati”.

Con riguardo al caso in cui il curatore preveda che l’attività di liquidazione sia delegata a terzi, avvalendosi di “*soggetti specializzati*” e degli “*operatori esperti*”, occorre rammentare che l’art. 107, comma 7, l. fall., stabilisce che – con un emanando regolamento del Ministero della Giustizia – verranno individuati i requisiti di onorabilità di detti soggetti.

Occorre ancora rammentare che si potrebbe ricorrere anche alle vendite telematiche, in relazione alle quali l’art. 107 l. fall. nulla prevede, sebbene il curatore possa prevedere nel programma di liquidazione che le vendite dei beni siano effettuate dal giudice delegato secondo le previsioni del codice di rito, in quanto compatibili.

7.2. Le vendite con modalità telematiche

La vendita con modalità telematiche è prevista dall’art. 161-ter disp. att. c.p.c. (introdotto dal d.l. 29 dicembre 2009, n. 193, conv. con la legge 22 febbraio 2010, n. 24) che ha attribuito al Ministro della giustizia il compito di stabilire, con decreto, le regole tecniche e operative per lo svolgimento della vendita dei beni mobili e immobili mediante gara telematica, nel rispetto dei principi di competitività, trasparenza, semplificazione, efficacia, sicurezza, esattezza e regolarità delle procedure telematiche. Il Regolamento è stato approvato dal Ministero della Giustizia con decreto 26 febbraio 2015, n. 32.

Successivamente, il d.l. 27 giugno 2015, n. 83, ha istituito il Portale nazionale per la pubblicità delle “*vendite pubbliche*”.

7.2.1. La disciplina originaria

Il servizio di vendita telematica è attribuito ai c.d. “*Gestori della vendita telematica*”, soggetti costituiti in forma societaria autorizzati dal giudice a gestire, appunto, la vendita telematica.

Il Ministero deve formare un elenco dei gestori della vendita telematica, i quali devono iscriversi in un apposito Registro, tenuto presso il Ministero stesso sotto la responsabilità del Direttore generale della giustizia civile. Possono iscriversi esclusivamente i gestori costituiti in forma di società di capitali.

Ai fini dell’iscrizione, sono richiesti requisiti di onorabilità per gli amministratori, i sindaci e i procuratori speciali e generali della società richiedente e, nel caso in cui la società richiedente sia sottoposta al controllo societario di

un'altra società a norma dell'art. 2359, commi 1 e 2, c.c., i prescritti requisiti di onorabilità devono sussistere anche con riguardo agli amministratori, ai sindaci e ai procuratori speciali e generali della società controllante.

Il “*Gestore della vendita telematica*” è tenuto a istituire un registro degli incarichi di vendita telematica ricevuti, nel quale è annotata una serie di dati (ufficio giudiziario presso cui pende la procedura, tipo di incarico e di vendita, il numero di lotti posti in vendita, il prezzo, le spese e i compensi, ecc.) rilevanti ai fini statistici e ispettivi e da inviare annualmente con modalità telematiche al Responsabile.

In particolare, il Gestore della vendita telematica – oltre a predisporre un manuale operativo dei servizi, in cui vengono descritte le modalità di esecuzione degli stessi – deve adottare un “*piano di sicurezza*” dal quale emergano le misure seguite per garantire la protezione dei dati anche personali trattati tramite il proprio Portale e la sicurezza delle operazioni, la loro integrità, la disponibilità dei servizi nonché le misure per il salvataggio periodico dei dati e il loro ripristino in caso di danneggiamento o perdita dei dati e dei sistemi.

Per le vendite telematiche immobiliari sono previste diverse modalità di svolgimento della gara (sincrona telematica, sincrona mista e asincrona), consentendo al giudice dell'esecuzione di optare per la soluzione più efficiente in considerazione della natura del bene e del contesto socio-economico. Per garantire la segretezza, l'offerta per la vendita telematica deve essere cifrata mediante un *software* realizzato dal Ministero, in forma di documento informatico privo di elementi identificativi dell'offerente. Il deposito dell'offerta si perfeziona al momento della generazione della ricevuta di consegna da parte del Gestore PEC del Ministero. Un'articolata disciplina viene dettata per le fasi della vendita telematica, nelle sue tre tipologie, per quanto riguarda le modalità dell'offerta, gli obblighi del Gestore, l'ammissione degli offerenti, i rilanci durante la gara, i verbali di assegnazione, ecc.

Per le vendite telematiche mobiliari, si è invece optato per la sola modalità asincrona, che consiste nello svolgimento delle vendita in un lasso temporale predeterminato e senza la simultanea connessione del giudice o del referente della procedura. Peraltro, la vendita dei beni mobili senza incanto o tramite commissionario non è assoggettata ad alcuna regolamentazione in sede primaria, salvo alcune prescrizioni specifiche – nell'ambito del Regolamento ministeriale – in merito alla registrazione al Portale del Gestore da parte del soggetto interessato a partecipare alla vendita e ai contenuti che l'offerta deve contenere.

Le disposizioni del Regolamento sono applicabili decorsi dodici mesi dalla sua entrata in vigore e quindi sono in concreto operative a partire dal mese di marzo 2016, termine entro il quale dovrebbero essere stabilite, dal Responsa-

bile per i sistemi informativi automatizzati del Ministero della giustizia, anche le specifiche tecniche in materia, previo parere del Garante *privacy*, limitatamente ai profili di sua competenza.

7.2.2. *Le novità di cui al d.l. n. 83/2015*

Innovazioni profonde sono state introdotte dal d.l. 27 giugno 2015, n. 83, in materia di pubblicità delle vendite giudiziarie.

In particolare, è stato modificato l'art. 161-*ter* disp. att. c.p.c., prevedendosi la possibilità di interconnessione tra il Portale telematico delle vendite pubbliche, ed è stato introdotto il nuovo art. 161-*quater*, che detta la disciplina di dettaglio delle modalità di pubblicazione sul Portale delle vendite pubbliche: *i*) la pubblicazione è di regola effettuata da un professionista delegato in conformità di specifiche tecniche da adottare con decreto del responsabile dei sistemi informativi automatizzati del Ministero della giustizia; *ii*) la segnalazione degli avvisi di vendita sul Portale va inviata mediante PEC a chi ne ha fatto richiesta e si è registrato; *iii*) il Portale archivia e gestisce i dati sulle vendite.

Nel contempo, è stato modificato l'art. 490 c.p.c. (che disciplina la pubblicità degli avvisi nell'ambito delle procedure di espropriazione forzata), attraverso la sostituzione dell'attuale affissione nell'albo dell'ufficio giudiziario davanti al quale si svolge il procedimento, con la pubblicazione sul Portale Ministero della giustizia (Portale dei servizi telematici). Su tale sito istituzionale, infatti, dovrà essere individuata un'area pubblica da denominare "*Portale delle vendite pubbliche*". Come specificato nella Relazione illustrativa, questo intervento normativo "intende introdurre il Portale delle vendite pubbliche, che contenga gli avvisi di tutte le vendite disposte dai tribunali italiani", nell'ambito del Portale europeo della giustizia. Il Portale dovrebbe consentire a tutti gli interessati "di acquisire le informazioni relative a tutte le vendite giudiziarie accedendo ad un'unica area *web* gestita dal Ministero della Giustizia, così superando l'attuale frammentazione, dovuta al fatto che ogni singolo tribunale pubblica gli avvisi di vendita su un sito individuato autonomamente e non comunicante con i siti degli altri uffici".

Inoltre, il nuovo art. 490, comma 1, c.p.c., pone l'obbligo di inserire nel Portale "quando la legge dispone che di un atto esecutivo sia data pubblica notizia, un avviso contenente tutti i dati che possono interessare il pubblico". In questa prospettiva e ai fini della concreta attuazione di tale previsione normativa, i soggetti interessati a partecipare alle aste e a richiedere un mutuo bancario per il pagamento del prezzo di vendita dell'immobile (cfr. art. 585 c.p.c.) devono essere messi in grado di conoscere, sia attraverso tale veicolo di pub-

blicità obbligatoria, sia tramite gli avvisi d'asta pubblicati dai Tribunali e dai professionisti delegati, la possibilità di richiedere ed ottenere la concessione, previa istruttoria bancaria per la valutazione del merito creditizio, di mutui per concorrere ed aggiudicarsi la vendita coattiva.

È stato, altresì, modificato l'art 490, comma 3, c.p.c., relativamente alla pubblicazione sui quotidiani degli avvisi di vendita dei beni in esecuzione: rispetto alla precedente formulazione, la riforma non impone tali forme di pubblicità, ma le rimette alla valutazione del giudice, che decide solo previa istanza dei creditori.

Infine, il d.l. n. 83/2015 ha introdotto ulteriori disposizioni che:

– sanzionano la mancata pubblicità sul Portale con l'estinzione della procedura esecutiva, che deve essere dichiarata dal giudice con ordinanza, salvo che tale pubblicità non sia stata possibile per malfunzionamenti del Portale, (art. 13, comma 1, lett. ee), del d.l. n. 83/2015, e art. 631-*bis* c.p.c.);

– prescrivono che la pubblicazione sul Portale debba essere effettuata a cura del professionista delegato per le operazioni di vendita o del commissionario o, in mancanza, del creditore procedente, in conformità alle specifiche tecniche stabilite dal responsabile per i sistemi informativi automatizzati del Ministero della giustizia (art. 14 del d.l. n. 83/2015 e art. 161-*quater*, disp att., c.p.c.).

Ai fini dell'entrata in vigore, nella disciplina transitoria e finale è previsto che le disposizioni collegate all'istituzione del Portale delle vendite pubbliche trovino applicazione 30 giorni dopo la pubblicazione sulla Gazzetta ufficiale delle specifiche tecniche che il responsabile per i sistemi informativi automatizzati del Ministero della giustizia dovrà stabilire entro sei mesi dall'entrata in vigore della legge di conversione del decreto legge.

8. Conclusioni

Le considerazioni sopra svolte consentono di rispondere all'interrogativo posto e, cioè, se – muovendo dal presupposto che il trasferimento dell'azienda (o di rami d'azienda) sottende l'esistenza di un complesso (almeno in potenza) funzionante – sia più corretto adottare metodi che implicano la continuità (aziendale) o piuttosto metodi di natura liquidatoria e, operata questa scelta, quali siano i metodi più opportunamente utilizzabili.

Per rispondere correttamente al quesito, anzitutto occorre – secondo il costante insegnamento della giurisprudenza – assumere che l'azienda, o il ramo di azienda oggetto di valutazione, costituisce necessariamente un complesso coor-

dinato di beni, di rapporti giuridici, di risorse umane unito da una comune finalità economica e dalla capacità di generare un autonomo flusso di risultati.

È necessario – inoltre – premettere che la valutazione del “*going concern*” deve essere fatta avendo riguardo non all’impresa in crisi, che per definizione si trova in una situazione di discontinuità (fatta eccezione per il caso di continuità aziendale diretta, su cui v. *supra*), ma all’azienda alla stessa facente capo. In altri termini, mentre l’impresa può essere in continuità o in discontinuità, l’azienda per la quale si prospetta una dismissione “*in blocco*” è ontologicamente in continuità.

Fatta tale premessa, occorre ribadire (ma v. *supra*) che la valutazione è un giudizio che richiede una stima, non è il risultato di un mero calcolo matematico; pertanto, non esiste il valore “*giusto*” o il valore “*vero*” di un bene. Ogni valore è sempre e comunque frutto di una stima; si tratta sempre, quindi, di una quantità approssimata e non esatta.

Pur in tale contesto di incertezza, è – peraltro – necessario prendere le mosse dal dato normativo e, in particolare, dall’art. 63, comma 1, del d.lgs. 8 luglio 1999, n. 270 (“*Nuova disciplina dell’amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza, a norma dell’articolo 1 della legge 30 luglio 1998, n. 274*”), il quale prevede che “Per le aziende e i rami di azienda in esercizio la valutazione effettuata a norma dell’articolo 62, comma 3, tiene conto della redditività, anche se negativa, all’epoca della stima e nel biennio successivo”.

Tale norma afferma implicitamente che la valutazione d’azienda non può avvenire utilizzando semplicemente il c.d. “*metodo patrimoniale*”; peraltro, le valutazioni di tipo patrimoniale sono accettabili ai fini delle operazioni economiche solo quando le prospettive reddituali dell’azienda, o del ramo d’azienda in esame, indicano la presenza di un saggio di rendimento del capitale (proprio od operativo) in linea con il rendimento atteso dal mercato da investimenti di pari rischio. Il valore delle attività maggiormente esposte al rischio d’impresa dovrebbe perciò essere sempre sottoposto a verifica reddituale.

D’altronde, pur dovendosi prendere atto che la valutazione di un complesso di beni può avvenire in base a due diversi presupposti – la continuità della gestione (“*going concern*”) oppure la presenza di condizioni di liquidazione (“*break up*”) – la valutazione di un complesso di beni in liquidazione presuppone che l’impresa cessi – sia direttamente sia indirettamente – la propria attività e i suoi beni vengano realizzati singolarmente: circostanza questa che contraddice con la qualificazione del complesso di beni in termini di “*azienda*”.

Pertanto, l’esperto deve effettuare la valutazione sul presupposto del “*going concern*” non dell’impresa, ma dell’azienda; in tale caso, qualsiasi metodo può – almeno in astratto – essere utilizzato. Ciò nonostante, la dottrina ritiene

che il metodo di valutazione d'azienda che possa essere più proficuamente applicato per le aziende in perdita è il metodo misto patrimoniale-reddituale o – più correttamente – il metodo misto patrimoniale con stima autonoma del *goodwill*; d'altronde, le stime di tipo reddituale sono di elezione nelle situazioni aziendali stabilizzate (v. *supra*). Evidentemente, nell'applicazione di tale metodo occorre espungere tutte le passività, che – nella cessione concorsuale – vengono per definizione escluse, tenuto conto del chiaro disposto dell'art. 105 l. fall., che esclude la solidarietà per i debiti.

Tuttavia, poiché nelle situazioni caratterizzate da fattori evolutivi è generalmente da preferire la più analitica costruzione dei flussi di risultati consentita dai metodi finanziari, è opportuno utilizzare il metodo del *discounted cash flow* come metodo di controllo, preferibilmente l'approccio *asset side*, prescindendo dunque dall'indebitamento finanziario dell'impresa cedente (*amplius*, trasferente), così da ottenere il c.d. "*Enterprise value*" che costituisce una misura dell'azienda priva di indebitamento.

Particolare attenzione deve, in ogni caso, essere posta nella valutazione dell'eventuale presenza di un *badwill*, che – peraltro – emerge implicitamente sia dal metodo patrimoniale reddituale con stima autonoma dell'avviamento, sia dai metodi (reddituali o) finanziari.

D'altronde, il citato art. 63 del d.lgs. n. 270/1999 stabilisce che l'individuazione del prezzo di vendita deve essere effettuata tenendo conto della redditività, anche se negativa, all'epoca della stima e nel biennio successivo: in altre parole, al valore dell'azienda al momento della stima deve essere sottratto il c.d. *badwill*, ossia l'eventuale e probabile perdita di gestione che si verificherà in futuro, sebbene questa possa essere individuata soltanto in via astratta.