

L’AFFITTO D’AZIENDA: UN’ANALISI INTERDISCIPLINARE

L’AFFITTO D’AZIENDA: ASPETTI VALUTATIVI

19 settembre 2025

Prof. Roberto SCHIESARI

Dottore Commercialista

I FONDAMENTI DEL VALORE AZIENDALE

Quali sono i **driver fondamentali** che determinano il valore aziendale?

- **flussi di reddito/cassa attesi**
- **tassi di crescita attesi:** nel breve e nel lungo periodo
- **costo del capitale:** proprio e di debito
- **rischio:** operativo e finanziario.

«VALUTARE UN’AZIENDA» IN OTTICA DI AFFITTO

Principali motivazioni alla base dell’affitto della propria azienda o ad un ramo di essa:

- Affitto propedeutico ad un successivo acquisto
- Affitto in vista di un «passaggio generazionale»
- Affitto finalizzato a ridurre il rischio o limitare il rischio d’impresa
- Affitto come alternativa alla messa in liquidazione dell’attività e alla sua cessazione
- Affitto in fase pre-crisi
- Affitto in ambito di procedure concordatarie o negoziazione assistita
- Affitto in ambito di liquidazione giudiziale

OGGETTO DELLA VALUTAZIONE

Valore **ECONOMICO** e valore **AI FINI DEL CANONE**



Valore dell'azienda come entità economica unitaria, stimato con i metodi valutativi "classici":

- Finanziario
- reddituale,
- patrimoniale
- misto.



Valore “funzionale” che serve a determinare un canone annuo congruo, sostenibile per il locatario e remunerativo per il concedente.

- Genera redditi periodici da cui trarre un corrispettivo annuo.
- In alcune operazioni di M&A l'affitto può avere breve durata

ALCUNE DOMANDE CHIAVE

Quali le principali determinanti del valore aziendale?

- L'affitto dell'azienda come può incidere su tali elementi?
- Il valore creato/distrutto durante il contratto come viene considerato?

LA RILEVANZA DI ALCUNE CLAUSOLE CONTRATTUALI

- Diritti di prelazione
- Opzione o obbligo di acquisto
- Opzione di vendita

FATTORI CHIAVE AI FINI DELL’AFFITTO D’AZIENDA



- **Avviamento**: il locatario beneficia immediatamente dell’avviamento; incide sul livello del canone → più forte è l’avviamento, maggiore sarà la porzione di redditività da riconoscere al concedente.
- **Beni immateriali**: spesso rappresentano la vera leva competitiva; possono garantire accesso privilegiato a mercati o tecnologie, incidono sull’affitto in quanto beni immateriali unici o difficilmente replicabili accrescono la quota di redditività trasferita e se temporanei (es. licenze in scadenza) portano ad una riduzione del valore ai fini canone.

FATTORI CHIAVE AI FINI DELL’AFFITTO D’AZIENDA

- **Capitale circolante**: nell’affitto d’azienda spesso si disciplina se e quali componenti del circolante siano compresi (magazzino, ordini in corso, contratti pendenti):
 - se incluso → il locatario beneficia subito di stock e rapporti commerciali;
 - se escluso → il locatario deve ricostituire capitale circolante a proprie spese.
- **Rischio settoriale e macroeconomico**: il rischio di settore influenza il tasso di rendimento richiesto e quindi il livello del canone.

LA STIMA DEL CONGRUO CANONE



La decisione di affittare un'azienda richiederebbe di determinare **un canone “congruo” che renda l'affitto preferibile rispetto alle alternative possibili** di:

- **continuazione diretta** della gestione

o, nel contesto di uno **stato di crisi**

- **proseguire l'attività** ai fini di avviare un **processo di risanamento**
- procedere a una **cessione**
- **liquidare i singoli assets** aziendali.

TIPOLOGIE DI CANONE NELLA PRASSI



Tipologie di canone:

- **Fisso:** importo predeterminato, non legato ai risultati (il più diffuso),
- **Variabile:** correlato a indicatori di performance,
- **Misto:** quota fissa minima + componente variabile oltre una soglia.

DETERMINAZIONE DEL CANONE



Molti autori convergono sui seguenti elementi:

- **Valutazione capitale economico,**
- **Tasso di remunerazione,**
- **Considerazione rischio specifico.**

Non vi è una visione uniforme nel quantificare le variabili contenute nella formula, considerate le complessità e le peculiarità che potrebbero presentarsi in un contratto di affitto d'azienda.

DETERMINAZIONE DEL CANONE

Formula base per la determinazione di un congruo canone d'affitto:

$$W_{Canone} = We \times r$$

Dove:

- **W_{canone}** = congruo canone d'affitto d'azienda;
- **We** = valore economico dell'azienda (o ramo d'azienda) oggetto di locazione;
- **r** = tasso (moltiplicatore) da applicare al We

DETERMINAZIONE DEL CANONE:

- I metodi *income-based* per il calcolo della variabile **We** possono risultare non idonei, in quanto basati sul terminal value, riferibile ad un orizzonte temporale illimitato, successivo pertanto al termine del contratto, con un conseguente rischio di sopravvalutazione.

Molti autori ritengono preferibile pertanto calcolare la variabile mediante il metodo patrimoniale complesso:

➡ Valore corrente attività e passività + valore asset immateriali

ALCUNI APPROCCI DI CALCOLO DEL CANONE «CONGRUO»

$$\text{Canone di affitto} = EV * r_{\text{lordo}} + \text{consumo cespiti} - r_{\text{lordo}}(\text{CCN} + \text{investimenti di sviluppo})$$

EV = minore tra valore intrinseco e valore di mercato.

r_{lordo} = tasso di remunerazione funzione del rischio d'impresa. Se trasferito all'affittuario, si usa il costo del debito, altrimenti viene usato il wacc.

Consumo cespiti = si tratta del corrispettivo per la perdita di valore economico dei cespiti non reintegrati al termine del contratto di affitto ove non vi sia obbligo di ripristino da parte dell'affittuario.

Remunerazione capitale non trasferito = si tratta di considerare una congrua remunerazione per l'affittuario, del capitale investito non trasferito e necessario per il funzionamento dell'attività.

ALCUNI APPROCCI DI CALCOLO DEL CANONE «CONGRUO»

$$\text{Canone Congruo} = \text{Capitale Economico} \times \text{Tasso di Remunerazione}$$

Valutazione Capitale Economico

Criticità Metodi a Flusso:

- Inadatti per metodi finanziari/reddituali

Soluzione Proposta:

Uso di metodi patrimoniali complessi

Patrimonio Netto Rettificato + Intangibili non Contabilizzati

Tasso di Remunerazione

Componenti del tasso:

Tasso = Tasso Risk-Free + Risk Premium

Calcolo Risk Premium:

Capital Asset Pricing Model
(CAPM)

ALCUNI APPROCCI DI CALCOLO DEL CANONE «CONGRUO»

$$\text{Canone Locazione} = \text{Valore d'Uso del Patrimonio} \times \text{Tasso di Remunerazione}$$

Valore d'uso:

- capitale economico stimato attualizzando i risultati attesi (approccio DCF).

Tasso di remunerazione:

- deve riflettere il rischio di insolvenza del locatario (rating, garanzie).
- **se il conguaglio inventariale non include l'avviamento, aggiungere un premio per il rischio di riduzione inattesa del capitale economico durante l'affitto.**

UNA DIVERSA PROSPETTIVA

Altri autori propongono di individuare, piuttosto che un canone “congruo”, un **canone minimo di break even** che rappresenti per il locatore la soglia al di sotto della quale l’affitto rappresenta una decisione economicamente non conveniente.

Aziende «in bonis» → il locatore stima se il valore attuale dei flussi di cassa attesi derivanti dalla gestione diretta, siano maggiori o minori al valore attuale dei canoni pattuiti nel contratto di affitto; effettua pertanto una **comparazione tra scenari differenti**.

$$W_G = \sum \frac{\text{Flussi derivanti dalla gestione}}{(1 + i)^t}$$

il valore attuale dei flussi netti ottenibili dal locatore attraverso la gestione dell’azienda

$$W_A = \sum \frac{\text{Flussi derivanti dai canoni di affitto}}{(1 + k)^t}$$

il valore attuale dei flussi derivanti dai canoni di locazione

Rutigliano, Faccincani

UNA DIVERSA PROSPETTIVA

Il tasso di attualizzazione dei flussi derivanti dai canoni di affitto attesi dal locatore (k), può essere inferiore al tasso «i» (gestione diretta), in relazione all'elevata affidabilità sotto il profilo creditizio-gestionale riconosciuto all'affittuario.

Se:

$W_a > W_g \rightarrow$ il locatore ha convenienza a stipulare il contratto d'affitto.

UNA DIVERSA PROSPETTIVA

Attenzione all'incoerenza temporale:

- **la stima del "valore" dell'azienda non deve essere proiettata su un orizzonte temporale non coerente con la durata del contratto.** Per un contratto con scadenza pluriennale determinata non è corretto stimare flussi su orizzonte infinito.
- capitalizzare flussi su orizzonte infinito può portare a:
 - evidenziare dinamiche crescenti successive al periodo di locazione
 - mostrare dinamiche più deboli durante il periodo di locazione.

UNA DIVERSA PROSPETTIVA

Quando l'affitto può essere conveniente (per il locatario):

- **Superiori capacità gestionali del locatario:** può generare flussi superiori a quelli del locatore.
- **differenziale nei tassi di attualizzazione:**

tasso di
attualizzazione flussi
gestione diretta

>

tasso di attualizzazione canoni
(*incl. rischio di credito del
locatario*)

IL CANONE IN SITUAZIONE DI CRISI (cenni)

$$\text{Canone Fisso} = \text{Valore Azienda} \times \text{Percentuale } \alpha$$

α è:

- inversamente proporzionale alla deperibilità degli intangibili.
- limitata superiormente dalla redditività normale del settore.
- potenzialmente molto bassa (fino a prossima a zero) in casi critici.

IL CANONE IN SITUAZIONE DI CRISI (cenni)

$$\text{Canone Congruo} = \text{Capitale Economico} \times \text{Tasso di Remunerazione}$$

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.

Lacchini M., Trequattrini R.



www.odcec.torino.it

www.linkedin.com/company/odcec-torino/

www.youtube.com/channel/UCBUHnLEOEHA6YY-MLr8vG8A/videos