



LINEE GUIDA PER LA VALUTAZIONE DI AZIENDE SEQUESTRATE E CONFISCATE



CNDCEC

SIDREA

GRUPPO DI STUDIO “VALUTAZIONE D’AZIENDA

Bruno Bartoli

Salvatore Cincimino

Marco Cannella

Fabio La Rosa

Luca D’Amore

Alessandro Mechelli

Alessandro Danovi

Sergio Paternostro

Alberto Guiotto

Rosa Lombardi

Michele Pizzo

Marcello Pollio

Matteo Pozzoli

Riccardo Ranalli

2

RESPONSABILI DEL PROGETTO

Raffaele Marcello

Giovanni Liberatore

Valeria Giancola

Giuseppe Tedesco



SOMMARIO

Premessa.....	4
1. INQUADRAMENTO GENERALE	7
1.1 Finalità	7
1.2 Contenuti	7
1.3 Destinatari e struttura della guida	8
2. LA COMPRESIONE DEL CONTESTO VALUTATIVO.....	10
2.1. L'accertamento della prosecuzione dell'attività aziendale	10
2.2. Particolari aspetti del contesto valutativo nelle fasi del sequestro e della confisca di primo grado	12
2.3. Il contesto valutativo conseguente al provvedimento di confisca definitiva	15
3. I CRITERI DI VALUTAZIONE IN FASE DI SEQUESTRO: LE VALUTAZIONI DI TIPO PATRIMONIALE. 18	
3.1. Premessa	18
3.2. La revisione e la riespressione a valori correnti delle poste patrimoniali	19
3.2.1. La valutazione delle immobilizzazioni materiali e immateriali.....	20
3.2.2. La valutazione delle attività finanziarie.....	22
3.2.3. La valutazione delle rimanenze di magazzino e dei lavori in corso su ordinazione	23
3.2.4. La valutazione dei crediti commerciali.....	24
3.2.5. La valutazione dei debiti commerciali, finanziari e verso il personale	25
3.3. La valutazione qualitativa del ruolo degli <i>stakeholder</i> aziendali	27
4. I CRITERI DI VALUTAZIONE IN FASE DI CONFISCA: I METODI BASATI SULL'ATTUALIZZAZIONE DEI FLUSSI E I METODI MISTI	29
4.1. La valutazione dei flussi attesi nella stima delle aziende in fase di confisca: aspetti preliminari	29
4.2. Le problematiche connesse alla stima dei flussi nelle aziende confiscate	31
4.3. La stima del tasso di attualizzazione nella valutazione delle aziende confiscate	32
4.4. La valutazione delle aziende confiscate con il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento	34
5. LA RELAZIONE DI STIMA	38
5.1. Obiettivo.....	38
5.2. Aspetti valutativi connessi con le relazioni ex artt. 36 e 41, CAM	38
5.3. La relazione di stima nella valutazione delle aziende definitivamente confiscate e da destinare	42

PREMESSA

Il D. Lgs. n. 159/2011, più noto come Codice antimafia (da ora in avanti anche “CAM”), riformato tra l’altro dalla L. del 17 ottobre 2017, n. 161, ha introdotto alcune disposizioni volte a disciplinare l’amministrazione e la destinazione dei beni e delle aziende sottoposte a provvedimenti di sequestro e confisca; da tali disposizioni emergono le difficoltà connesse al processo di legalizzazione.

L’insieme dei beni e delle aziende sequestrate e confiscate alla criminalità organizzata ha raggiunto oggi in Italia dimensioni considerevoli, per numero, oltre che per entità di investimenti e di valore della produzione; continuano, tuttavia, a mancare banche dati affidabili che permettano di misurare attendibilmente elementi volti a definire il loro valore. Nonostante l’esistenza - da tempo - di sistemi di censimento dei beni sequestrati (SIT. MP) e dei beni confiscati (REGIO e OpenRegio), non esistono informazioni e dati certi, volti a supportare in maniera specifica gli aspetti di natura valutativa.

La volontà legislativa di ricollocare beni e imprese sequestrate e confiscate nel circuito legale è condizione certamente fondamentale e, tuttavia, non sufficiente per attuare le principali finalità che con il proficuo utilizzo dei beni/aziende sequestrate e confiscate il legislatore mira a traguardare (creare valore sociale; risarcire economicamente la Collettività). Con specifico riferimento alla destinazione alla vendita, l’evidenza empirica mostra l’esistenza di notevoli difficoltà ad individuare potenziali acquirenti.

Numerose sono le ragioni sottostanti tali difficoltà, su tutte la naturale ritrosia a rilevare beni e aziende precedentemente in mano alla criminalità organizzata, che potrebbe indurre i potenziali acquirenti a rinunciare.

Dall’esame della norma, emergono tuttavia anche criticità riguardo alla determinazione del valore di beni e aziende sequestrate e confiscate. Inoltre, la scelta di identificare una soluzione tra affitto, vendita e liquidazione del complesso e/o dei beni aziendali, così come richiamati dalla norma, non è automatico e rappresenta l’esito di un lungo processo di valutazione operato dalla fase di sequestro, proseguendo nelle fasi di confisca di primo grado e definitiva del patrimonio oggetto di analisi. La decisione in merito alla destinazione dei beni oggetto di confisca rende indispensabile la stima del capitale d’impresa. Quest’ultimo può dunque assumere una configurazione differente a seconda della soluzione prescelta, con incidenza sulla configurazione di capitale e sulla scelta dei criteri e delle metodologie di stima.

Dunque, nella stima del valore di beni e aziende sequestrate e confiscate, non si può prescindere dalla disamina delle particolari condizioni del complesso aziendale, oltre che di contesto (geografiche, settoriali, culturali, ecc.). Al riguardo, numerose sono le problematiche, endogene ed esogene, che l’esperto valutatore deve affrontare quando si tratta di assegnare un valore ad un’azienda sottoposta a misure di prevenzione.

Tra le condizioni e le problematiche endogene o aziendali, occorre certamente annoverare la piena comprensione e valorizzazione, ad opera dell’esperto, dei caratteri distintivi delle aziende

sequestrate o confiscate, quali la presenza di una proprietà e/o di un *management* di estrazione mafiosa (in taluni casi) e il diverso atteggiarsi del ruolo degli *stakeholder* prima, durante e successivamente alla misura di prevenzione patrimoniale. Limiti intrinseci al processo valutativo dell'azienda sottoposta a provvedimento di sequestro o confisca derivano poi dai risultati economici conseguiti dall'impresa legale-malavitosa, spesso poco affidabili per determinare il valore di mercato.

Tra le condizioni e problematiche esogene o contestuali, invece, occorre ricordare i tempi drammaticamente lunghi intercorrenti tra il provvedimento di sequestro e quello di confisca definitiva - in media 8 anni secondo alcune indagini empiriche - che determinano una prima dispersione di valore del complesso aziendale. Durante questo ampio arco temporale, inoltre, le aziende sottoposte a misure di prevenzione sono gestite da amministratori giudiziari i quali sono chiamati al difficile compito di conservare e custodire il valore aziendale, per garantire la continuità sul mercato delle stesse entità.

L'assenza di qualsivoglia documentazione a supporto rende sovente assai difficile anche produrre le sintesi contabili, che rappresentano nella normalità dei casi il punto di partenza dell'esperto valutatore, quale che sia il metodo di valutazione prescelto. Tali elementi, non possono che riflettersi sulla successiva valutazione del complesso aziendale. Le summenzionate difficoltà non dovrebbero portare, peraltro, a ritenere come fallimentare ogni tentativo di riconoscere un valore alle aziende sottoposte a misure di prevenzione, come alcune recenti tesi hanno mirato a dimostrare.

Le presenti linee guida, al contrario, muovono dal tentativo di superare le suddette difficoltà, apportando ampia trasparenza rispetto alle difficoltà estimative delle aziende sottoposte a misure di prevenzione, nonché cercando di definire prassi operative consolidate per la valorizzazione degli elementi in oggetto.

Tale attività non può che conferire maggiore attendibilità alle stime effettuate con l'intendimento di creare maggiore garanzia sia per i Professionisti chiamati alla gestione temporanea dei beni, sia per i potenziali acquirenti.

<i>Raffaele Marcello</i> Consigliere nazionale del CNDCEC con delega ai Principi contabili, Principi di revisione e Sistema dei controlli	<i>Valeria Giancola e Giuseppe Tedesco</i> Consiglieri nazionali CNDCEC con delega alle Funzioni Giudiziarie e Metodi ADR
--	--



1. INQUADRAMENTO GENERALE

1.1 Finalità

1. Le presenti linee guida mirano ad analizzare le specificità delle aziende sequestrate e confiscate ai fini del processo di stima del valore di tali delicate realtà aziendali, esaltando in particolare come l'applicazione del metodo valutativo costituisca solo una fase del più ampio processo di stima, che deve necessariamente considerare elementi qualitativi, ma anche quantitativi di difficile ponderazione, nonché come tale percorso possa svolgere una funzione strumentale al migliore utilizzo di tali elementi.
2. In tal senso, le presenti linee guida costituiscono la naturale prosecuzione e complemento del documento sulle "Attestazioni antimafia"¹ che confinano il loro ambito alla definizione della verifica, in capo all'amministratore giudiziario (d'ora in avanti anche "AG"), di prosecuzione dell'attività.

1.2 Contenuti

3. Nella valutazione di aziende sottoposte a provvedimento di sequestro o confisca, così come solitamente avviene nei contesti di valutazione delle aziende, non è possibile individuare un metodo di stima da preferire in assoluto.
4. Nella scelta del criterio valutativo e del metodo di stima occorre esaminare i diversi elementi che caratterizzano il contesto, ossia: i) le condizioni aziendali (dimensione, settore, struttura e processi organizzativi, e così via) e di contesto ambientale (area geografica di appartenenza, reazioni della società civile, influenza degli *stakeholder*), ii) l'oggetto della valutazione (sia essa l'intera azienda, un suo ramo, o una partecipazione azionaria), iii) la produzione e la disponibilità dei dati e, in genere, dei flussi informativi (dipendenti a loro volta dalle possibilità di dialogo con il management, e così via), iv) il profilo del soggetto valutatore (interno o esterno alla realtà aziendale oggetto di stima), v) il momento della stima rispetto alle varie fasi di applicazione delle misure di prevenzione (sequestro, confisca di primo grado, confisca definitiva e quindi devoluzione/destinazione), vi) le finalità della valutazione (liquidazione, cessione, affitto, continuità nella proprietà dello Stato con utilizzo a fini sociali dei redditi, e così via).
5. La maggiore difficoltà e la volatilità nella valutazione sono connesse altresì alla minore dimensione delle imprese, attesa in generale la ridotta, per qualità e quantità, base informativa cui il valutatore, interno o esterno, può fare affidamento. Inoltre, il mutare tanto della proprietà che dell'amministrazione e delle condizioni operative e contestuali rendono impraticabili spesso i confronti nel tempo, aumentando le difficoltà previsionali.
6. Sembra, tuttavia, potersi delineare, nell'ambito delle aziende sequestrate e confiscate, un *framework* valutativo che vede distinte le fasi del sequestro e della confisca, ciascuna delle quali contraddistinta da autonome peculiarità e criticità valutative, basi informative, Soggetti

¹ Si veda: CNDCEC/FNC, Linee guida in materia di attestazioni antimafia, 2018.

valutatori, presupposti di continuità, metodiche estimative, ottiche da adottare e relazioni finali di stima. In accordo con i Principi Italiani di Valutazione (d'ora in avanti, anche PIV) verranno sottoposte ad interpretazioni semantiche le locuzioni adottate dal legislatore in tema di valutazione del complesso aziendale sottoposto a misure di prevenzione patrimoniale in ciascuna fase, al fine di inquadrare tali locuzioni nell'ambito delle configurazioni di valore enunciate nei citati PIV.

7. In sintesi, nella fase di *sequestro*, la norma evidenzia che la valutazione è operata dall'AG al fine di definire la configurazione del "*presumibile valore di mercato dei beni*" (art. 36, CAM).

La base informativa a disposizione del valutatore è del resto ampia - e, il più delle volte, attendibile solo a seguito di attenta ricostruzione - in ragione del fatto che tale soggetto è interno all'azienda in veste di AG, ma il presupposto della continuità aziendale non è ancora definitivamente accertato (si veda anche capitolo 3).

8. In fase di *confisca* definitiva, la valutazione è verosimilmente operata da un soggetto esterno indipendente nominato dall'Agenzia Nazionale per l'amministrazione e la destinazione dei beni sequestrati alla criminalità organizzata (d'ora in avanti, anche ANBSC), stante le difficoltà ad utilizzare la relazione *ex art. 36, CAM*, divenuta oramai obsoleta, della stima del "*presumibile valore di mercato dei beni*".

Considerati i lunghi tempi intercorrenti tra il sequestro e la confisca definitiva, è rara l'ipotesi di una conferma dei valori accertati in fase di sequestro, e al contrario sarà necessario esprimere una nuova valutazione economica dell'azienda.

In questa circostanza, la finalità è quella di definire un valore di base per le successive attività volte alla destinazione dell'azienda. In questo caso, la base informativa è più ridotta in ragione dell'estraneità del soggetto valutatore rispetto al complesso aziendale; il presupposto della continuità aziendale o *going concern* è, verosimilmente, soddisfatto e il metodo valutativo da preferire sembra quello fondato sull'attualizzazione dei flussi reddituali e/o quello misto di stima autonoma dell'avviamento o *goodwill*.

1.3 Destinatari e struttura della guida

9. Il presente documento fornisce una prima guida di riferimento rivolta anzitutto ai Professionisti, ossia ai Soggetti valutatori che, alla complessità della valutazione derivante dall'unicità di ogni complesso aziendale, dovranno aggiungere ora un insieme di fattori e comportamenti - tanto di natura illegale o diseconomica, per eventi "super aziendali", tutti riconducibili alla fase antecedente il provvedimento di sequestro, tanto di natura legale, etica e sociale relativi al reinserimento dell'azienda nel circuito sano dell'economia - che sono in generale propri di un fenomeno, quello criminale, che essi potrebbero avere ignorato nella propria attività professionale e di cui quindi non hanno esperienza né conoscenza.
10. Un contributo è offerto, altresì, alle singole Autorità di vigilanza e, in particolare, ai Tribunali, agli Amministratori giudiziari dai primi nominati, ai Soggetti coadiutori e all'ANBSC. Le presenti linee

guida, facendo luce sul valore delle aziende sequestrate e confiscate mira, implicitamente, ad incrementare le possibilità che le stesse siano destinate alla vendita, ossia al reimpiego di tali entità nel mercato legale, supportando in tal modo il fondamentale principio, non semplice da attuare e tutelare, della libera concorrenza.

11. Il documento è stato redatto nel presupposto della conoscenza dei principi di valutazione generalmente accettati, composti dall'insieme dei Principi Italiani di Valutazione (PIV), emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione (OIV), e dei Principi Internazionali di Valutazione (IVS), emanati dall'International Valuation Standard Council (IVSC).

Il documento è suddiviso in sezioni. Successivamente alla comprensione del contesto valutativo nelle differenti fasi delle misure di prevenzione patrimoniali (sequestro, confisca di primo grado e confisca definitiva - sezione 2), è trattato il tema dei criteri di valutazione in fase di sequestro (sezione 3: le valutazioni di tipo patrimoniale) e di confisca (sezione 4: i metodi basati sull'attualizzazione dei flussi e i metodi misti). I principi di riferimento per la redazione della relazione di stima (sezione 5) chiudono il documento.

2. LA COMPrensIONE DEL CONTESTO VALUTATIVO

2.1. L'accertamento della prosecuzione dell'attività aziendale

12. Un aspetto fondamentale sul quale il legislatore ha posto precipua attenzione è la - rapida - verifica delle condizioni di prosecuzione dell'attività aziendale. Nell'ipotesi in cui oggetto delle misure di prevenzione sia un'azienda, l'AG è chiamato a svolgere un articolato e non semplice lavoro in tempi brevi, ossia entro trenta giorni a partire dalla nomina, contestuale al provvedimento con cui si dispone il sequestro - prorogabili per non più di novanta giorni, *“ove ricorrano giustificati motivi”* (art. 36, c. 3, CAM) - dovendo presentare al giudice delegato una *“relazione particolareggiata”* (art. 36, c. 1, CAM), dalla quale emergano, tra le altre informazioni: lo stato e la consistenza *“dei singoli beni ovvero delle singole aziende”*, il *“presumibile valore di mercato”*, *“eventuali difformità tra gli elementi dell'inventario e quelli delle scritture contabili”* e, per consentire al tribunale di rendere adeguate direttive, *“l'indicazione delle forme di gestione più idonee e redditizie dei beni”*.
13. L'art. 41, CAM ha inoltre onerato l'AG a presentare entro tre mesi dalla nomina (prorogabili a sei *“per giustificati motivi”*) un'ulteriore relazione dalla quale emergano, tra le altre informazioni: *“...la situazione patrimoniale, economica e finanziaria, con lo stato analitico ed estimativo delle attività”*; *“una dettagliata analisi sulla sussistenza di concrete possibilità di prosecuzione o di ripresa dell'attività”*, avuto riguardo: alla tipologia di attività svolta, ai contesti ambientale, occupazionale, produttivo e di mercato, agli eventuali oneri da sostenere per il *“processo di legalizzazione dell'azienda”*. Da tali informazioni deve discendere la capacità di *“regolare esercizio dell'impresa”*, declinata in un apposito *“programma contenente la descrizione analitica delle modalità e dei tempi di adempimento della proposta”*².
14. Il rischio economico generale che connota l'agire imprenditoriale impone all'AG l'obbligo di dotarsi di strumenti e procedure di controllo volti a monitorare le *performance* aziendali e verificare lo stato di attuazione del *“programma”*. L'AG è tenuto ad informare costantemente il giudice delegato proponendo, in caso di significativi scostamenti rispetto a quanto prefigurato, appositi interventi correttivi all'azione imprenditoriale, ovvero alle linee programmatiche.
15. L'attività di impresa nel corso delle varie *“fasi”* delle misure di prevenzione rischia di svolgersi in un arco di tempo solitamente non breve, a volte caratterizzato da soluzioni di continuità a seguito di eventuali giudizi di revoca dei provvedimenti di sequestro o di confisca di primo grado, aumentando il rischio di produzione di risultanze discontinue rispetto a quanto programmato.
- Con il provvedimento di definitiva confisca, i *“beni aziendali”* sono devoluti allo Stato *“liberi da oneri e pesi”* (art. 45, CAM) e, con delibera del Consiglio direttivo dell'ANBSC, destinati - entro novanta giorni dal ricevimento del provvedimento, *“prorogabili di ulteriori novanta giorni in caso*

² La veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del *“programma”* vanno attestati da un professionista dotato dei requisiti richiesti dall'art. 67, c. 3, lett. d), L.F. Il tema dell'attestazione è approfondito in: CNDCEC/FNC, Linee guida in materia di attestazione antimafia, 2018.

di operazioni particolarmente complesse” (art. 47, CAM) - secondo le modalità indicate dall’art. 48, c. 8, CAM. Lo stato e la “profittabilità” dei beni e delle aziende da destinare conseguono, quindi, all’attività svolta nel corso dell’intera procedura.

16. In tale contesto, emerge la necessità di definire un adeguato processo di stima del valore dei beni e delle aziende, sia nella fase di avvio della procedura, che in quella della loro destinazione. Il processo di stima va svolto:

- a) nella fase iniziale, conformemente a quanto previsto dagli artt. 36 e 41, CAM, in precedenza esaminati;
- b) nella fase di destinazione, a supporto di quanto disciplinato dagli artt. 47 e 48, CAM. In questa fase, è opportuno disciplinare l’affidamento dell’incarico di stima del valore dell’azienda sottoposta a provvedimento di confisca definitiva da parte dell’ANBSC a professionista dotato di idonei requisiti.

17. La stima del valore dell’azienda nelle fasi evidenziate va svolta in considerazione:

- a) del patrimonio di dati ed informazioni *ex ante* (ossia maturati sino al provvedimento di sequestro) che l’AG è onerato ad acquisire con elevato livello di dettaglio, ed a sottoporre ad analisi;
- b) del corretto metodo di valutazione da adottare;
- c) della prefigurazione degli “scenari” aziendali, in ragione del particolare contesto entro cui le entità si trovano ad operare.

Il patrimonio di dati ed informazioni

18. Riguardo al primo punto, raramente le aziende sottoposte a misure di prevenzione posseggono un patrimonio informativo attendibile. Sovente, il lavoro iniziale dell’AG si dispiega in una non semplice attività ricognitiva, che si traduce nel riallineamento delle informazioni e nella riconciliazione dei dati contabili aziendali laddove presenti. A tal proposito, coerentemente, il legislatore richiede all’AG *“in caso di sequestro di beni organizzati in azienda, l’indicazione della documentazione reperita e le eventuali difformità tra gli elementi dell’inventario e quelli delle scritture contabili”* (art. 36, c. 1, lett. d) CAM), ed assegna un margine di tempo supplementare per produrre *“gli ulteriori dati acquisiti, integrativi di quelli già esposti nella relazione di cui all’articolo 36, comma 1”* (art. 41, c. 1, lett. a) CAM)³.

Corretto metodo di valutazione da adottare

19. L’appropriato metodo di valutazione va selezionato sulla scorta del patrimonio informativo e della “fase” delle misure di prevenzione entro cui è necessario provvedere alla definizione del valore aziendale.

³ Inoltre, secondo quanto previsto dall’art. 35, c. 6, CAM, *“L’amministratore giudiziario deve segnalare al giudice delegato l’esistenza di altri beni che potrebbero formare oggetto di sequestro di cui sia venuto a conoscenza nel corso della sua gestione.”*

Gli scenari aziendali

20. La stima del valore dell'azienda sottoposta a misure di prevenzione va inoltre realizzata tenendo conto del "contesto" entro cui si svolge l'attività, caratterizzato da condizioni ambientali esterne, ed aziendali tipiche, nell'ambito delle misure di prevenzione.

Con specifico riferimento al tema della valutazione delle aziende sottoposte a misure di prevenzione, si espone il "quadro di contesto", certamente non esaustivo⁴, entro cui il soggetto valutatore è chiamato a rendere le proprie determinazioni professionali.

2.2. Particolari aspetti del contesto valutativo nelle fasi del sequestro e della confisca di primo grado

21. L'accuratezza da parte dell'AG della stima del valore aziendale si rende necessaria, anche in virtù di quanto previsto dall'art. 36, c. 4, CAM. Ed infatti, "le parti" possono visionare il valore di stima di cui all'art. 36, c. 1, lett. b), CAM e formulare contestazioni motivate entro breve termine (venti giorni dalla ricezione dell'avviso da parte della cancelleria dell'avvenuto deposito della relazione). Qualora il tribunale non ritenesse inammissibili tali contestazioni, esso "*procede all'accertamento del presumibile valore di mercato dei beni medesimi nelle forme della perizia ai sensi degli articoli 220 e seguenti del codice di procedura penale*".

22. Invero, entro i brevi tempi assegnati dalla norma, l'AG è tenuto a costruire un patrimonio di dati contabili laddove presenti, di rapporti giuridici in essere e in generale informativo necessario alla stima del valore aziendale secondo quanto previsto dagli artt. 36 e 41, CAM. Egli è altresì chiamato a ripristinare i dati inventariali, ed a riallineare le risultanze contabili il più delle volte inattendibili (si pensi al mantenimento di crediti commerciali in contabilità, ancorché siano stati riscossi), oltre che a ricondurre a normalità eventi gestionali non fisiologici. Appare comunque arduo definire nei tempi richiesti dai citati artt. 36 e 41, CAM tutti i rapporti in essere, così come l'elenco nominativo dei creditori da predisporre in caso di prosecuzione dell'attività, previsto dall'art. 41, c. 1-ter, CAM. Per la determinazione del valore del patrimonio aziendale, l'AG dovrà anche tener conto dell'elenco dei creditori di cui all'art. 57, CAM, e delle dettagliate procedure volte a disciplinare la tutela dei terzi (titolo IV, capo I e capo II, CAM).

23. Nei primi mesi di attività, l'AG pone in essere indifferibili atti gestionali. Nelle more dell'approvazione del "programma", l'AG è comunque autorizzato alla prosecuzione, ovvero alla sospensione dell'attività gestionale "*entro trenta giorni dall'immissione in possesso*" (art. 41, c. 1-

⁴ Oltre a quanto chiarito nel presente capitolo, si fa espresso rinvio a: CNDCEC/FNC, Linee guida in materia di attestazione antimafia, 2018; CNDCEC, La riforma del codice antimafia: le problematiche applicative e il ruolo del professionista post riforma, 2018; CNDCEC, Linee guida in materia di amministrazione giudiziaria dei beni sequestrati e confiscati, 2015. Un primo fondamentale contributo sul tema della valutazione delle aziende sequestrate e confiscate è reso da un apposito Gruppo di lavoro, costituito nell'ambito della Società Italiana dei Docenti di Ragioneria e di Economia Aziendale - SIDREA, i cui risultati sono compendati nel volume: SIDREA, La valutazione delle aziende sottoposte a misure di prevenzione, Giuffrè Francis Lefebvre, 2018.

quinquies, CAM). La concreta prosecuzione, ovvero la ripresa dell'attività operativa, va svolta in ragione del programma approvato e delle direttive impartite dal tribunale, secondo quanto previsto dall'art. 41, comma 1-*sexies*, CAM. Il programma di recupero/prosecuzione dell'attività riguarda tutte le aziende sottoposte a misure di prevenzione che non siano "cartiere" o "paravento", queste ultime infatti non possono che essere destinate alla liquidazione, secondo quanto previsto dall'art. 41, c. 5, CAM.

24. La prosecuzione/ripresa delle attività è, di fatto, "assistita" da specifici interventi previsti dal CAM.

È evidente l'interesse del legislatore a supportare, per quanto di sua competenza, la prosecuzione - ovvero la ripresa - dell'attività delle aziende sottoposte a misure di prevenzione. Gli interventi proposti riguardano il fronteggiamento di fattispecie specifiche delle misure in argomento strettamente correlate allo *status* delle aziende, quali: la sospensione dell'irrogazione delle sanzioni e la moratoria per interventi di ripristino di condizioni di legalità; la sospensione degli effetti di pregressa documentazione interdittiva; l'esenzione dell'AG da responsabilità per colpa lieve; la non operatività di cause di scioglimento di società per riduzione o perdita del capitale sociale; il supporto finanziario per sostenere il processo ed i costi di emersione alla legalità. Altri interventi mirano a incentivare la produzione di positivi flussi di reddito: l'affidamento di servizi di manutenzione a imprese nel medesimo *status*; la costituzione di tavoli a livello provinciale con portatori di interesse; l'autorizzazione ad interventi imprenditoriali esterni; il supporto tecnico per la partecipazione a reti di imprese; il sostegno finanziario attraverso appositi fondi.

rif. D.Lgs. n. 159/2011	tipologia di intervento	descrizione dell'intervento a supporto della prosecuzione/ripresa delle attività aziendali
art. 35, comma 4	struttura organizzativa	L'AG può chiedere al giudice delegato di essere autorizzato a farsi coadiuvare da tecnici o da altri soggetti qualificati, "ove necessario", ovvero ad organizzare un ufficio di coadiuzione in ipotesi di gestione complessa.
art. 35-bis, comma 1	esenzione responsabilità	L'AG, il coadiutore e l'amministratore nominato ex art. 41, c. 6, CAM, sono esenti da responsabilità civile, salvo i casi di dolo o colpa grave, per gli atti di gestione compiuti nel periodo di efficacia del provvedimento di sequestro.
art. 35-bis, comma 2	sospensione irrogazione sanzioni	In ipotesi di accertamento di violazioni normative o regolamentari, è sospesa l'irrogazione di sanzioni per sei mesi dalla notificazione dell'accertamento. Entro lo stesso termine, l'AG è tenuto a sanare le violazioni eventualmente riscontrate; rimangono sospesi i relativi termini di prescrizione.
art. 35-bis, comma 3	sospensione effetti pregressa documentazione interdittiva	Per consentire la prosecuzione dell'attività aziendale, sono sospesi gli effetti della pregressa documentazione antimafia interdittiva, nonché le procedure pendenti preordinate al conseguimento dei medesimi effetti fino all'eventuale provvedimento di dissequestro o revoca della confisca, ovvero fino alla destinazione dell'azienda.
art. 39, commi 1, 2	rappresentanza e difesa in giudizio	Qualora l'Avvocato generale dello Stato ne riconosca l'opportunità e si esprima favorevolmente entro 5 giorni dalla richiesta, l'Avvocatura dello Stato assume la rappresentanza e la difesa dell'AG nelle controversie, anche in corso, concernenti rapporti relativi a beni sequestrati.
art. 41, comma 1-quater	attività di manutenzione	L'AG, previa autorizzazione del giudice delegato, dà preferenza a imprese già sequestrate o confiscate per servizi di manutenzione ordinaria o straordinaria di beni immobili e in genere aziendali.
art. 41, comma 1-octies	cause di scioglimento	Dalla data di immissione in possesso e sino all'approvazione del programma di prosecuzione o ripresa dell'attività, non operano le cause di scioglimento per riduzione o perdita del capitale sociale per le società sottoposte a sequestro.
art. 41-bis, comma 1	accesso a fondi per la prosecuzione delle attività	Accesso, in caso di adozione dei provvedimenti di prosecuzione o di ripresa dell'attività dell'impresa, di fondi per la gestione e la valorizzazione delle aziende in sequestro o confisca. Attività prevista dalla legge n. 208/2015, art. 1, c. 195: continuità del credito bancario e accesso al medesimo; sostegno agli investimenti e agli oneri necessari per gli interventi di ristrutturazione aziendale; tutela dei livelli occupazionali; promozione di misure di emersione del lavoro irregolare; tutela della salute e della sicurezza del lavoro. Accesso consentito anche alle "imprese che rilevano i complessi aziendali di quelle sequestrate o confiscate" (L. n. 208/2015, art. 1, c. 196).
art. 41-ter	strutture provinciali per supporto alla prosecuzione delle attività	Istituzione di tavoli provinciali permanenti sulle aziende sequestrate e confiscate presso le prefetture, al fine di supportare: la prosecuzione dell'attività; la salvaguardia dei livelli occupazionali; la collaborazione con gli operatori economici del territorio; il percorso di emersione alla legalità.
art. 41-quater, commi 1, 2	intervento imprenditoriale esterno	Supporto tecnico gratuito per un periodo non inferiore a 12 mesi, di imprenditori attivi nel medesimo settore o in settori affini a quelli delle aziende in sequestro o confisca, individuati con procedure ad evidenza pubblica, sulla scorta di progetti di affiancamento dagli stessi presentati e di loro idoneità a fornire il necessario sostegno. L'attività svolta determina l'attribuzione agli imprenditori del diritto di prelazione in caso di vendita o affitto dell'azienda.
art. 41-quater, comma 3	supporto tecnico per partecipazione a network	Supporto tecnico delle CCIAA per favorire il collegamento dell'azienda sequestrata o confiscata in raggruppamenti e in reti d'impresa.

-
25. Il supporto del legislatore, certamente indefettibile, non è tuttavia sufficiente. I numerosi passaggi delle diverse fasi delle misure di prevenzione e la manifestazione di elevati costi di emersione alla legalità, il più delle volte eccedenti le disponibilità finanziarie costituiscono, di fatto, elementi che conducono alla liquidazione di aziende per le quali si era avviato un positivo percorso volto a rendere concreta la naturale vocazione produttiva.
26. La stima del valore aziendale nella prima fase delle misure di prevenzione è pertanto ricca di insidie. I dati e, in genere le informazioni riguardanti l'attività aziendale, sono scarsamente attendibili, cosicché la stima del valore aziendale non trova adeguato supporto in dati storici. Le *performance* aziendali sono tutt'altro che prevedibili. Gli scenari che possono prefigurarsi sono caratterizzati, comunque, da molteplici incertezze.

2.3. Il contesto valutativo conseguente al provvedimento di confisca definitiva

27. Con il provvedimento di confisca definitiva (d'ora in avanti anche "PCD") si attiva, a seguito della devoluzione dei "beni" allo Stato, la procedura di destinazione, che dovrebbe concludersi in breve tempo. La lettera della norma evidenzia come anche i compensi aziendali, una volta acquisiti al patrimonio dello Stato per effetto del PCD, siano da devolvere sotto forma di "beni aziendali", secondo quanto previsto dall'art. 48, CAM, nonostante la loro attitudine, con carattere di unitarietà, senza soluzione di continuità, a svolgere l'attività produttiva. In tal senso, è evidente la volontà del legislatore di procedere in tempi brevi all'estinzione dei rapporti attivi e passivi derivanti dal "compendio aziendale", ormai di proprietà dello Stato. Per completezza espositiva, appare opportuno precisare che il legislatore soltanto con l'entrata in vigore della L. n. 228/2012, art. 1, c. da 194 a 206, ha disciplinato specifiche procedure per l'individuazione/selezione⁵, l'ammissibilità e la liquidazione dei crediti dei terzi, sorti antecedentemente alla misura di prevenzione, per i procedimenti conclusi o ancora pendenti sino all'entrata in vigore del CAM. Riguardo ai procedimenti di prevenzione avviati successivamente all'entrata in vigore del CAM, il citato codice disciplina le procedure di

⁵ Sono onorati i creditori che hanno proceduto a trascrivere ipoteca prima della trascrizione del sequestro di prevenzione; che hanno trascritto un pignoramento anteriormente alla trascrizione del sequestro; che sono intervenuti nell'esecuzione iniziata con detto pignoramento, prima che entrasse in vigore la L. n. 228/2012. Con successiva pronuncia della Corte Costituzionale (sentenza n. 94 dell'11.2.2015), sono ammessi anche i titolari di credito da lavoro subordinato. I debiti sorti in data antecedente la misura di prevenzione, pur se in buona fede, non trovano alcuna tutela giuridica, ad eccezione quindi di quelli ipotecari, pignorati e di intervenienti in procedure esecutive immobiliari, nonché dei debiti da lavoro subordinato già pendenti alla data di emissione della misura patrimoniale cautelare. Infine, con recente sentenza 5 dicembre 2018 - 27 febbraio 2019, n. 26 la Corte Costituzionale ha dichiarato "l'illegittimità costituzionale dell'art. 1, comma 198, della legge 24 dicembre 2012, n. 228, recante «Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (Legge di stabilità 2013)», limitatamente alle parole «muniti di ipoteca iscritta sui beni di cui al comma 194 anteriormente alla trascrizione del sequestro di prevenzione» e «Allo stesso modo sono soddisfatti i creditori che: a) prima della trascrizione del sequestro di prevenzione hanno trascritto un pignoramento sul bene; b) alla data di entrata in vigore della presente legge sono intervenuti nell'esecuzione iniziata con il pignoramento di cui alla lettera a)»".

-
- estinzione dei diritti di credito dei terzi che risultano da atti aventi data certa anteriore al provvedimento ablativo⁶.
28. Successivamente alla confisca definitiva e sino alla destinazione dei “beni aziendali”, è allo Stato che pertengono sia la gestione del compendio aziendale, sia i risultati che dalla gestione medesima scaturiscono. L’azienda in confisca definitiva agisce quindi, di fatto, in nome proprio, ma per conto dello Stato, compiendo per esso singoli atti. Pertanto, in questa fase, l’azienda agisce con un (tacito) mandato senza rappresentanza⁷, fintantoché l’ANBSC, per conto dello Stato, non provvede alla destinazione dei beni aziendali ai sensi del citato art. 48, CAM.
29. Nell’arco di tempo intercorrente tra il PCD ed il provvedimento di destinazione dei beni, il rischio economico generale derivante dalla gestione del compendio aziendale ricade sullo Stato. Tale fase dovrebbe avere breve durata, atteso che la destinazione dei beni dovrebbe avvenire, a rigore di norma, entro i novanta giorni successivi alla ricezione da parte di ANBSC della comunicazione del provvedimento definitivo di confisca. Tale termine dovrebbe inoltre essere prorogato di ulteriori novanta giorni, “*in caso di operazioni particolarmente complesse*” (art. 47, c. 2, CAM). Senonché, la prosecuzione dell’attività gestoria dei compendi aziendali avviene ben oltre i termini del citato art. 47, c. 2, CAM.
30. Riguardo alle determinazioni quantitative contabili di sintesi, sono state rilevate le criticità discendenti da provvedimenti di sequestro e confisca cd. “totalizzante”, di partecipazioni sociali, normati rispettivamente dagli artt. 20, c. 1 e 24, c. 1-*bis*, CAM.

Per effetto del provvedimento di confisca definitiva la società in confisca è tenuta a rilevare insussistenze passive, per importi pari al valore contabile alla data di efficacia del citato provvedimento, al netto di fondi rettificativi, per l’espunzione: delle immobilizzazioni materiali e dei beni immateriali.

31. Per evitare l’estromissione dal patrimonio aziendale di beni immobili necessari alla prosecuzione dell’attività produttiva, il legislatore è di recente intervenuto introducendo nel CAM l’art. 48, c. 15-*ter*⁸, secondo cui l’ANBSC può dichiarare la loro “*natura aziendale ... al fine di assicurare l’intestazione del bene in capo alla medesima società*”. In apposite linee guida, l’ANBSC ha chiarito che la re-intestazione dei beni immobili alla società in confisca definitiva discende dalla loro vocazione produttiva, valutata dall’AG in sede di ricostruzione del patrimonio aziendale per la verifica della prosecuzione dell’attività (art. 41, CAM)⁹. Tale provvedimento si è reso necessario

⁶ Artt. da 52 a 62, CAM.

⁷ “*Il mandatario che agisce in proprio nome acquista i diritti e assume gli obblighi derivanti dagli atti compiuti con i terzi, anche se questi hanno avuto conoscenza del mandato. I terzi non hanno alcun rapporto col mandante. Tuttavia il mandante, sostituendosi al mandatario, può esercitare i diritti di credito derivanti dall’esecuzione del mandato ...*” (art. 1705, c.c.).

⁸ Il comma è stato introdotto dalla L. n. 132/2018, art. 36, c. 3.

⁹ “*Elemento cardine per la valutazione circa la natura aziendale dei beni immobili è la ricostruzione del relativo patrimonio contenuta nella relazione predisposta dall’amministratore giudiziario ex art. 41 del codice antimafia. In particolare, qualora in tale fondamentale documento venisse approvata dall’A.G. la prosecuzione dell’attività d’impresa sulla base di un attivo patrimoniale comprendente anche i cespiti autonomamente*

in ragione delle difficoltà a concludere il procedimento di destinazione dei beni nei termini indicati nell'art. 47, CAM.

32. Sulla scorta di quanto sopra, è richiesto al professionista incaricato della stima del valore del complesso aziendale in sede di confisca definitiva uno sforzo interpretativo dei dati contabili.
33. In sintesi, nella fase successiva al provvedimento definitivo di confisca, la stima del valore aziendale si ritiene sia indefettibile informazione a supporto delle decisioni in ordine alla destinazione *ex art.* 48, CAM. Nella fase in argomento, i dati e, in genere le informazioni riguardanti l'attività aziendale, sono maggiormente attendibili. Le *performance* aziendali sono il frutto dell'operato dell'AG sino al provvedimento di confisca definitiva. Il professionista incaricato della stima del valore aziendale può, quindi, disporre di dati storici e di adeguate informazioni per prefigurare risultanze medio normali affidabili, analizzando le fattispecie che hanno provocato manifestazioni economiche e finanziarie inusuali ed infrequenti.

confiscati, risulta necessario procedere, a confisca definitiva, alla ri-intestazione del bene in capo alla società ai sensi del comma 15-ter dell'art 48. Tali circostanze relative alla natura aziendale degli immobili, tra l'altro, potrebbero essere desunte anche da successive relazioni predisposte dall'amministratore giudiziario, nonché dai bilanci eventualmente approvati e depositati presso le competenti Camere di Commercio." Si veda: ANBSC, Linee guida per la dichiarazione della natura aziendale dei beni immobili confiscati già facenti parte del patrimonio aziendale di società le cui partecipazioni sociali siano state confiscate in via totalitaria o siano comunque tali da assicurare il controllo della società ai sensi dell'art. 48, comma 15-ter del decreto legislativo 6 settembre 2011, n. 159, 2018.

3. I CRITERI DI VALUTAZIONE IN FASE DI SEQUESTRO: LE VALUTAZIONI DI TIPO PATRIMONIALE

3.1. Premessa

34. Come è stato anticipato, la valutazione *ex art. 41, CAM*, deve essere operata dall'AG secondo "*il presumibile valore di mercato dei beni*". A ciò si aggiunga che le aziende sequestrate scontano spesso situazioni di crisi e di maggiore incertezza rispetto a quelle operanti in condizioni di normale operatività. Tali circostanze, e l'evidenza empirica di una loro frequente liquidazione, sembrano condurre, seppur non sia possibile creare una gerarchia dei metodi solitamente riconosciuti da dottrina e prassi, verso una preferenza per le valutazioni di tipo patrimoniale, ritenute maggiormente consigliate per stimare il valore, prudentiale, delle aziende sequestrate. In linea con i PIV, peraltro, pare opportuno procedere altresì con una verifica reddituale, atteso che "le valutazioni di tipo patrimoniale sono accettabili ai fini delle valutazioni legali solo quando le prospettive reddituali dell'azienda o del ramo aziendale in esame indicano la presenza di un saggio di rendimento del capitale (proprio o operativo) in linea con il rendimento atteso dal mercato da investimenti di pari rischio" (PIV, III.1.29).
35. Inoltre, anche con riguardo ai metodi patrimoniali devono essere evidenziate alcune importanti cautele. Come noto, tale metodo basa le sue risultanze sui dati contabili desumibili dal bilancio che vengono poi sottoposti ad un procedimento di ri-espressione a valori correnti. Quando si analizza il bilancio di un'azienda sequestrata, un problema da affrontare è quello della distorsione dei valori contabili, laddove presente adeguata documentazione. Propedeutica ad un'affidabile valutazione basata sul metodo patrimoniale è, quindi, un'attenta verifica circa l'effettivo "ripristino" della situazione contabile, con l'eliminazione di tutte le eventuali anomalie.
36. La valutazione con il metodo patrimoniale deve inoltre tenere conto del peculiare e complesso rapporto che esiste tra l'azienda sequestrata e i suoi *stakeholder*. Il sequestro, infatti, è un evento traumatico che provoca una radicale mutazione delle relazioni intercorrenti tra azienda e *stakeholder*, atteso che questi ultimi si ritrovano di fronte ad un cambio di proprietà che passa dall'organizzazione criminale allo Stato, il quale assume la gravosa responsabilità di assicurare contemporaneamente la prosecuzione dell'attività economica e il rispetto della legalità.
37. Nell'analizzare i rapporti tra *stakeholder* e azienda sequestrata si prende a riferimento l'azienda che svolgeva una normale e lecita attività produttiva, ma con capitale e/o *management* malavitoso. Tali aziende sono, talvolta, caratterizzate dalla presenza all'interno dell'organizzazione aziendale di soggetti direttamente o indirettamente legati all'organizzazione criminale. L'esperto dovrà, quindi, comprendere come le determinanti del valore delle singole attività e passività aziendali possono essere influenzate, negativamente o positivamente, dagli *stakeholder* durante il sequestro.
38. In altre parole, in una prospettiva valutativa allargata è opportuno considerare i ritorni socio-emozionali ed etico-sociali connessi con il recupero al mercato legale di un'azienda in origine criminale. Questo porta ad elaborare un metodo patrimoniale "complesso" che, oltre ad

includere le risorse immateriali non contabilizzate, valorizzi la componente socio-emozionale ed etico-sociale secondo una prospettiva valutativa *stakeholder-oriented*.

3.2. La revisione e la riespressione a valori correnti delle poste patrimoniali

39. Con riguardo all'individuazione degli elementi attivi e passivi del patrimonio delle aziende sequestrate e alla revisione e correzione dei rispettivi valori contabili, il supposto carattere di "controllabilità" delle valutazioni di tipo patrimoniale derivante dall'utilizzo diretto dei dati contabili, potrebbe essere fortemente limitato. Invero, l'amministrazione precedente a quella giudiziaria potrebbe essere stata caratterizzata da elevata superficialità, quando non anche da inattendibilità, del dato contabile così come della stessa esistenza dei dati primari (fatture e altri documenti giustificativi). Pertanto, se il valutatore intende fare ampio ricorso alla ricostruzione del valore storico analitico di taluni beni, è opportuno che verifichi preliminarmente il livello di attendibilità del sistema informativo contabile.
40. Inoltre, le aziende sequestrate sono di norma di piccola dimensione e presentano forme giuridiche che rendono facoltativo o non previsto del tutto il ricorso ad organi di controllo interno (collegio sindacale) o esterno (revisore legale). Se la revisione fosse affidata al collegio sindacale, è indispensabile per l'AG riuscire a conseguire un rapporto di fiducia con questo organo di controllo così come con il responsabile della funzione amministrativa e con i suoi collaboratori.
41. Laddove non ci fosse alcun obbligo di revisione, il valutatore deve svolgere o chiedere di svolgere una revisione indipendente sul bilancio e sugli altri dati che ritiene utili al fine di verificare la reale esistenza delle attività patrimoniali e l'individuazione di eventuali passività non appalesate in bilancio. Ad esempio, un comportamento frequente dell'amministrazione riconducibile alla criminalità organizzata - consapevole della definitività del provvedimento di sequestro - potrebbe essere quello di sottostimare gli elementi attivi del patrimonio al fine di ridurre le garanzie a favore dei creditori e determinare il termine della vita aziendale. Questa volontà potrebbe manifestarsi in termini di politiche di bilancio eccessivamente prudenziali (come ad esempio svalutazioni dei crediti e del magazzino particolarmente elevate). Da qui la necessità di eliminare queste riserve occulte.
42. Di seguito, per ciascuna principale voce dello stato patrimoniale sono dapprima descritti gli elementi distintivi alla luce del comportamento che può avere assunto nel tempo - prima e durante il sequestro - la proprietà e/o l'amministrazione dell'azienda, nonché la posizione rivestita dai principali *stakeholder* coinvolti. Successivamente si mostrerà che ripercussioni può ricevere il generale criterio valutativo del valore corrente per effetto della considerazione dei "costi impliciti di legalità", ovvero le maggiori spese che una gestione legale deve sopportare rispetto ad una gestione in mano alla criminalità organizzata.
43. Inoltre, le valutazioni di tipo patrimoniale implicano il riconoscimento di un valore a tutte le attività e passività, comprese quelle che non compaiono più in bilancio o che non vi sono mai apparse, tra cui le passività derivanti dai suddetti costi impliciti di legalità.

3.2.1. La valutazione delle immobilizzazioni materiali e immateriali

44. I dati empirici e le statistiche dell'ANBSC mostrano che le aziende confiscate alla criminalità organizzata operano prevalentemente in alcuni settori economici quali quello edile, della ristorazione e del commercio all'ingrosso e al dettaglio.

Ciò fa sì che gli *asset* produttivi e/o distributivi immobilizzati di queste aziende siano di non particolare complessità e la loro valutazione non si differenzi in maniera rilevante dalla valutazione delle realtà di minori dimensioni operanti nei predetti settori. Tuttavia, i beni a lunga durata potrebbero essere stati acquisiti e/o utilizzati per ragioni differenti da quelle produttive ed economiche. Poiché la distanza tra il costo storico e il valore corrente è maggiore per quei beni che hanno avuto condizioni di utilizzo diverse da quelle programmate contabilmente, a parità di altre condizioni sarebbero da preferire i criteri di valutazione basati sull'attualizzazione dei valori futuri (a valori di realizzo), in luogo dei criteri basati sulla capitalizzazione dei valori passati (a valori di carico). Ad esempio, il criterio del "costo storico aggiornato" avrebbe il limite di supporre inalterata nel tempo l'utilità del bene, ossia che il piano di ammortamento sia in grado di rappresentare fedelmente il consumo/contributo atteso del bene.

45. Le aziende sequestrate si caratterizzano, poi, spesso per la presenza di ulteriori *asset* di cospicuo valore, non direttamente impiegati ai fini produttivi, quali auto di lusso, terreni e fabbricati civili di pregio, frutto del riciclaggio di denaro di provenienza illecita.

46. In queste circostanze, si pone il problema di assegnare un valore ai richiamati *surplus assets*. Le immobilizzazioni tecniche che presentano un valore di mercato (desumibile da un listino dell'usato) sono valutate secondo il prezzo corrente di mercato con l'adozione di un metodo fondato sui prezzi di mercato attribuiti, laddove esistenti, a elementi comparabili.

47. Inoltre, non si può negare che nella realtà tali beni potrebbero trovare difficile collocazione nel mercato in ragione del timore di subentrare nella disponibilità di un bene precedentemente in mano ad un esponente della criminalità organizzata. Non a caso questi beni aziendali rimangono di norma nella disponibilità dello Stato e assegnati direttamente per il perseguimento di finalità sociali, istituzionali o pubbliche. Il rischio, infatti, è che gli immobili continuino ad essere riconducibili a soggetti legati alle organizzazioni mafiose, che dispongono di regolari contratti di locazione firmati da ignari amministratori giudiziari.

48. Di fronte alle difficoltà applicative derivanti dall'assenza di un mercato di riferimento, si può ricorrere, in via residuale, al metodo valutativo fondato sul costo di riproduzione (*cost approach*), che dovrà tenere conto, non solo delle perdite di valore riconducibili ai fisiologici processi di deperimento fisico e di obsolescenza economica, ma altresì dei possibili deterioramenti dei beni causati per negligenza o addirittura intenzionalmente dai dipendenti e dalla proprietà.

49. Non è raro, infatti, che già in fase di sequestro tali soggetti possano disinteressarsi del corretto utilizzo dei beni aziendali, del mantenimento dei livelli di efficienza e, in casi limite, danneggiare i beni che formano oggetto di sequestro. Le difficoltà estimative illustrate sono quantificabili nel

loro impatto negativo sul valore corrente dell'immobilizzazione materiale tramite l'applicazione di una riduzione di valore.

50. Per quanto concerne le immobilizzazioni immateriali, l'operare delle aziende sequestrate per lo più in settori economici tradizionali rende le stesse, di norma, tecnologicamente arretrate, poiché esse non investono in innovazione, ricerca e sviluppo. Tuttavia, è pur sempre possibile riscontrare in tali aziende la presenza di attività immateriali elementari. Di fronte alla difficoltà nel fare affidamento su dati contabili storici e analitici attendibili, il ricorso agli approcci empirici fondati sulla valutazione di beni immateriali relativi a transazioni comparabili appare preferibile rispetto agli approcci fondati sui redditi differenziali o sui costi. Una verifica preliminare riguarda l'esistenza dell'effettivo "stato legale" dei beni immateriali oggetto di tutela giuridica, giacché il metodo mafioso potrebbe avere permesso l'utilizzo di un bene immateriale, e il conseguimento dei relativi benefici economici, senza averne pienamente titolo legale. Pertanto, eventuali opposizioni, decadenze, scadenze o altre condizioni che limitano l'utilizzo dei beni immateriali tutelati dovranno essere preventivamente accertate. Ad esempio, se l'azienda confiscata fosse titolare di un marchio, occorre considerare come e quanto un eventuale *status* restrittivo possa condizionare negativamente la *royalty* che un soggetto terzo è disposto a corrispondere per l'utilizzo di quel marchio. Una progressiva erosione del valore del marchio è, infatti, frequente come conseguenza dell'azione giudiziaria.
51. Le attività immateriali più ricorrenti sono principalmente legate al *marketing* e ai clienti quali il portafoglio clienti, il portafoglio commesse e il capitale umano. Con riguardo al portafoglio clienti, questi ultimi potrebbero adottare comportamenti difformi rispetto al periodo anteriore al sequestro. Tanto i clienti "imposti" dal metodo mafioso - ossia quelli che non si sarebbero riforniti dall'azienda in mano alla criminalità ma che sono stati obbligati ad accettare le proposte di acquisto dei prodotti - tanto quelli inclini a supportare le logiche della mafia potrebbero boicottare l'acquisto dei beni prodotti.
52. Allo stesso tempo, le reazioni della società civile possono condurre all'acquisizione di nuovi clienti, più sensibili ai principi di legalità, che indirizzano i loro acquisti verso le imprese precedentemente in mano alla criminalità organizzata e successivamente da restituire al circuito economico legale. Poiché ai fini valutativi ciò che rileva non è tanto il mantenimento dell'identità dei clienti quanto la loro consistenza numerica, il valutatore deve considerare l'effetto netto derivante dalla perdita di alcuni clienti e dall'acquisizione di nuovi, valorizzando il portafoglio clienti come attività immateriale.
53. Con riguardo al portafoglio commesse - rilevante nel caso delle aziende edili - occorre aggiornare alla data della valutazione la somma degli utili netti delle commesse già acquisite e di quelle potenziali. Peraltro, lo *status* restrittivo imposto dall'amministrazione giudiziaria potrebbe portare a dover rinunciare al completamento di alcune commesse e a sopportare penali e sanzioni per inadempimenti contrattuali. In questi casi, occorre decurtare il valore del portafoglio commesse per effetto dei contratti che non sono stati eseguiti *in toto* o che presentano una marginalità negativa e che si ritiene non possano formare oggetto di cessione.

54. Con riguardo al capitale umano - spesso portatore di conoscenze e abilità uniche nel caso di piccole imprese artigianali - il valutatore deve comprendere le motivazioni che hanno portato eventualmente i dipendenti ad abbandonare l'azienda nel periodo compreso tra la fase antecedente il provvedimento di sequestro e la data della valutazione. Specie nel caso di aziende dove solo la proprietà era in mano alla criminalità organizzata e non anche il *management*, i dipendenti avvertono un legame forte con l'azienda che trascende il rapporto inconsapevole con la proprietà mafiosa. Al contrario, laddove anche il *management* e il personale fossero coinvolti e assunti per mano della criminalità organizzata, i dipendenti tenderanno ad abbandonare l'azienda quanto prima. Pertanto, oltre alla considerazione di opportunità lavorative alternative, l'esperto deve comprendere se il personale in essere è sufficiente a soddisfare le necessità aziendali, se è possibile reperire nuove risorse e se è atteso che altri dipendenti lascino l'azienda. In tal senso, un importante ruolo di *networking* può essere giocato dalle associazioni di categoria, offrendo sostegno diretto ed indiretto in termini di competenze disponibili, di sinergie produttive e commerciali, di disseminazione di una cultura improntata alla legalità.

Sulla valorizzazione del capitale umano si rinvia a quanto descritto nella sezione 4 in tema di metodi di valutazione basati sull'attualizzazione dei flussi attesi.

3.2.2. La valutazione delle attività finanziarie

55. Poiché l'attenzione degli organi investigativi e giudiziari è orientata principalmente verso i beni immobili - ossia la parte più visibile dei patrimoni criminali - le organizzazioni mafiose tendono ad investire sempre più frequentemente le loro ricchezze in beni volatili come le azioni.

56. Nel periodo anteriore al sequestro, in presenza di soggetto economico e management mafioso, le partecipazioni al capitale sociale di altre imprese (anche appartenenti ad una comune struttura societaria di gruppo) possono essere giustificate non da una strategia di tipo finanziario-speculativo o economico-operativa, ma dal tentativo di occultare immissioni di liquidità proveniente da capitali illeciti. Possono venirsi a creare così delle vere e proprie "reti di impresa" formalmente lecite ma che agiscono perseguendo finalità illecite.

57. La valutazione di una partecipazione di controllo richiede una stima autonoma dell'azienda in cui si è investito, ovvero l'applicazione dei tradizionali metodi valutativi per la stima della entità controllata.

58. Peraltro, occorre distinguere se l'azienda sequestrata detiene la partecipazione di controllo in una società sottoposta o meno, a sua volta, a sequestro e/o confisca.

Nel primo caso, la valutazione della partecipazione risentirà delle condizioni restrittive che caratterizzano l'entità partecipata, nonché del particolare "*status*": sequestro e/o confisca parziale o totale del patrimonio, ovvero anche del "compendio aziendale" (sequestro e/o confisca cosiddetta "totalizzante"). La differenziata fattispecie potrebbe comportare, ad esempio, la quantificazione di un maggiore sconto per mancanza di negoziabilità della partecipazione. Per altro verso, la presenza di più entità controllate o collegate sottoposte a sequestro e/o confisca rende più agevoli i rapporti gestori ad opera dello stesso AG, che

potrebbe operare al contempo come fornitore e come cliente delle aziende oggetto del legame partecipativo.

Nel secondo caso, la valutazione non comporta particolari problemi rispetto ad un'ordinaria stima, inclusa la determinazione di un premio per il controllo, sebbene in caso di partecipazione qualificata l'entità partecipata potrebbe ricevere una minore valutazione in ragione della perdita di sinergie derivanti dal regime vincolato in cui opera la partecipante sottoposta a provvedimento giudiziario.

In entrambi i casi, la valutazione delle partecipazioni verrà operata in ragione dello specifico assetto del gruppo aziendale e del contesto configurati dai provvedimenti di sequestro/confisca all'interno del gruppo medesimo. La singola azienda partecipata verrà, quindi, valutata sulla scorta di quanto indicato nei Principi Italiani di Valutazione (PIV).

3.2.3. La valutazione delle rimanenze di magazzino e dei lavori in corso su ordinazione

59. La valutazione delle rimanenze di magazzino delle aziende sequestrate riveste un ruolo rilevante nel più ampio processo di stima del valore aziendale con il metodo analitico-patrimoniale, specie di fronte al dato empirico che vede tali aziende operare soprattutto nel commercio all'ingrosso e al dettaglio.

Per comprendere la natura e l'entità delle riespressioni a valori correnti da effettuare, è necessario tratteggiare il peculiare rapporto con i fornitori. Nelle aziende che utilizzano il metodo mafioso nella propria gestione, i fornitori possono essere scelti non in virtù della qualità e della convenienza economica delle forniture ma in base al collegamento con l'organizzazione criminale. In questo caso, si registra un'affluenza indiscriminata di merci non collegata alle esigenze commerciali, ma spiegata da motivazioni extra-economiche - il riciclaggio di denaro illecito o il tentativo di favorire l'attività di un'azienda collusa - che portano ad acquistare a prezzi notevolmente superiori. Per tali ragioni, possono accumularsi in magazzino quantitativi eccessivi di merci acquistate a prezzi non in linea con il mercato.

60. La valutazione deve essere operata analiticamente per ciascuna merce, il che presuppone l'esistenza di una contabilità ausiliaria di magazzino. Peraltro, la minore dimensione delle aziende sequestrate congiuntamente ad un uso superficiale dei (ovvero assenza di adeguati) sistemi informativi contabili rende spesso impraticabile il ricorso a forme elementari di contabilità dei costi da cui trarre dati utili ai fini valutativi.

61. Immaginando la disponibilità dei suddetti dati e documenti, il valutatore verifica la corrispondenza tra le stime effettuate e i dati, quantitativi e qualitativi, risultanti dall'inventario. Le stime potrebbero essere caratterizzate da rilevanti svalutazioni derivanti dalla necessità di stornare il valore di quelle rimanenze acquistate per ragioni differenti - quali le forniture finalizzate al riciclaggio di denaro o a favorire altre aziende colluse - da quelle strettamente economico-produttive, giacché rischiano di non trovare facilmente un mercato di sbocco.

62. Altre svalutazioni possono derivare dalla necessità di considerare i fattori di obsolescenza che conseguono ai forti rallentamenti derivanti dall'amministrazione giudiziaria. In particolare, per i

prodotti fuori catalogo, occorre adottare un valore di realizzo a stralcio o in blocco, stante la possibilità di dovere sostenere per la loro cessione anche dei costi di smaltimento. Anche le merci caratterizzate da rischi di deperimento, lenta rotazione o legate alla moda dovrebbero essere abbattute nel loro valore.

63. Già durante la fase del sequestro i clienti di prodotti finiti e di merci potrebbero non confermare gli ordini iniziali, o perché precedentemente erano “obbligati” dal metodo mafioso (divenuto per ovvie ragioni inapplicabile) a rifornirsi dall’azienda successivamente sequestrata, o perché decidono di boicottare l’impresa passata nelle mani dello Stato, o ancora perché non vedono più garanzie di affidabilità (rispetto a tempi di consegna, *standard* qualitativi, e così via). In tali circostanze, il perito dovrà considerare, quale criterio valutativo, il costo di riproduzione, ossia il costo che sarebbe necessario sostenere, alla data della valutazione, per riprodurre gli stessi prodotti finiti o merci ottenuti in esercizi amministrativi passati.
64. Quanto alla valutazione delle commesse pluriennali, rilevante specie perché una percentuale elevata delle aziende sequestrate opera, come già accennato, nel settore delle costruzioni, occorre includere anche la stima delle varianti e/o lavorazioni inizialmente non previste e richieste dal committente, che si tradurranno in un incremento del prezzo iniziale.

3.2.4. La valutazione dei crediti commerciali

65. Per i crediti commerciali, se l’acquisto da parte dei clienti prima della misura di prevenzione era unicamente motivato dal “vincolo” di intimidazione o di collusione con la criminalità organizzata, è probabile che i clienti diminuiranno o cesseranno i propri ordini. In talune circostanze i clienti potrebbero non rifornirsi più da un’azienda passata nelle mani dello Stato per il timore di subire ritorsioni o per mera diffidenza a mantenere gli *standard* gestionali della precedente amministrazione. Inoltre, affrancati dal giogo mafioso i clienti potrebbero assumere un comportamento più libero, in linea con quello adottato in condizioni normali di mercato, non rispettando con la consueta puntualità le scadenze di pagamento, così aumentando il rischio di insolvenza dei crediti vantati dall’azienda.
66. I crediti commerciali subiscono pertanto intense variazioni del loro valore. Infatti, se prima del sequestro, l’azienda criminale applicando il metodo mafioso rendeva improbabile la mancata riscossione delle posizioni creditorie (o al più, il pagamento con altri beni), con il sequestro, invece, venendo meno la “forza” del potere criminale, la posizione dei crediti inizia a risentirne.
67. Alcuni debitori, specie di fronte ad un’amministrazione giudiziaria poco attenta, non adempiono ai pagamenti di loro spettanza. Alcuni crediti possono trovare comunque piena riscossione, in presenza di un coinvolgimento solo parziale della criminalità organizzata. Invero, occorre dividere i debitori che avevano consapevolmente deciso di acquistare beni o servizi dell’azienda successivamente sequestrata, da quelli che, ignari di ogni coinvolgimento mafioso, si erano riforniti in buona fede dall’azienda poi sequestrata.
68. Tale distinzione è rilevante per valutare correttamente la percentuale di crediti inesigibili. Infatti, i debitori consapevoli di norma tendono a non onorare i loro pagamenti o comunque a non

proseguire relazioni commerciali con l'azienda sottoposta a misure di prevenzione perché, a motivazioni di convenienza economica, si aggiungerebbe la volontà di non dare seguito ad un'attività ora in mano allo Stato. Nel caso invece dei debitori ignari, o di quelli che erano consapevoli della presenza della mano mafiosa nell'azienda per il semplice fatto che erano anche obbligati a rifornirsi dall'azienda criminale, allora la loro solvibilità dipenderà da una precisa volontà di fare proseguire un'azienda sottratta alla criminalità organizzata, di garantire la posizione occupazionale dei dipendenti e, in termini generali, di contribuire al reinserimento dell'azienda nel circuito legale della società civile.

69. In particolare, il rapporto virtuoso tra aziende sequestrate e clienti può essere replicato con riferimento alla figura del cliente-consumatore finale. Nel primo caso, in linea con le teorie relative al consumo critico o responsabile, le scelte del consumatore potrebbero essere dettate da considerazioni di carattere etico-sociale. Un analogo ragionamento potrebbe essere attribuito ai clienti-impresa che potrebbero decidere di non interrompere i rapporti commerciali con l'azienda per ragioni etico-sociali o strategiche, cercando di accumulare capitale reputazionale.
70. La posizione dei crediti potrebbe dovere, pertanto, essere stralciata in differente misura. A ciò si aggiunga lo stato di crisi che spesso caratterizza le aziende confiscate, che contribuisce a incrementare la percentuale di abbattimento dei crediti commerciali.
71. Da ultimo, si evidenzia come le aziende sequestrate possono mostrare anche un elevato livello di crediti non finanziari e non tributari, che trovano la loro ragione d'essere nel tentativo di nascondere movimenti finanziari in uscita verso membri dell'organizzazione criminale.

3.2.5. La valutazione dei debiti commerciali, finanziari e verso il personale

72. Per quanto riguarda i debiti commerciali, nel periodo precedente il sequestro, si potrebbe generare un loro elevato accumulo, a motivo di una blanda e timorosa volontà di incasso da parte dei fornitori a causa delle pressioni esercitate da parte della criminalità organizzata finalizzate a dilazionare per il maggiore tempo possibile i pagamenti, ovvero in forza di accordi extra-aziendali con l'obiettivo di dissimulare forme di immissione in azienda di capitali illecitamente prodotti, o ancora per la rilevazione di debiti fittizi.
73. Per i debiti finanziari, le aziende sequestrate mostrano di norma un limitato ricorso all'indebitamento bancario derivante dalla possibilità di attingere ad altre risorse finanziarie per lo più di provenienza illecita oppure, nel caso di forte collusione con il sistema politico e finanziario locale, l'effetto contrario che si manifesta in una elevatissima capacità di credito e, quindi, un forte indebitamento bancario. In quest'ultimo caso, in fase di sequestro, gli istituti bancari potrebbero determinare una drastica diminuzione delle linee di credito accordate, provocando conseguenze sulla struttura patrimoniale e finanziaria, sebbene di norma le banche procedono già prima del provvedimento giudiziario a ridurre cautelativamente le proprie esposizioni.
74. Anche i rapporti con i lavoratori possono avere dirette conseguenze sulla situazione economica, finanziaria e patrimoniale di un'azienda sequestrata, attese le difficoltà derivanti dalla pluralità di

obiettivi che chi gestisce un'azienda sequestrata è chiamato a perseguire, ossia garantire la continuità aziendale, mantenere i livelli occupazionali pre-sequestro, garantire il rispetto del principio di legalità.

75. Uno dei primi provvedimenti che un'amministrazione deve porre in essere al momento del suo insediamento è quello della regolarizzazione di tutte le possibili anomalie contrattuali che riguardano i lavoratori.

Tale intervento fa emergere il "costo della legalità" relativo al personale, spesso il più elevato tra tutti gli oneri per il ripristino di condizioni di regolarità amministrativa. L'emersione di questi costi può rendere difficile la sostenibilità finanziaria del livello occupazionale precedente, anche perché spesso l'azienda prima del sequestro era dotata di un numero sproporzionato di dipendenti rispetto alle reali esigenze produttive. In questo caso risulta inevitabile per l'amministrazione giudiziaria uno sfolto degli organici.

76. Oltre ai costi della legalità, il sequestro può causare dei mutamenti nel clima aziendale dovuto a due possibili spiegazioni: il legame dei lavoratori con la precedente proprietà (perché affiliati o collusi con la criminalità organizzata o semplicemente per un legame indiretto) e la reazione all'evento traumatico del sequestro. Il sequestro è un evento che rischia di deteriorare il clima aziendale perché i lavoratori si trovano repentinamente inseriti in un contesto nuovo, con prospettive incerte. In alcuni casi, tuttavia, sono proprio i lavoratori a rappresentare l'attore chiave per il ripristino della legalità con l'assunzione diretta della responsabilità nella gestione dell'azienda, ad esempio tramite la costituzione di cooperative.

77. Sotto il profilo valutativo, l'AG è preliminarmente chiamato ad effettuare una attenta ricognizione dei creditori effettivi e delle reali esposizioni debitorie. I debiti da onorare vanno valutati al valore nominale, eventualmente rettificato sulla scorta e in ragione della disciplina e delle prescrizioni del titolo IV, capo I (artt. da 52 a 56) e capo II (artt. da 57 a 62) del CAM.

78. Conformemente a quanto previsto dall'art. 54-bis, CAM, l'AG *"può chiedere al giudice delegato di essere autorizzato al pagamento, anche parziale o rateale, dei crediti per prestazioni di beni o servizi, sorti anteriormente al provvedimento di sequestro"*, qualora si tratti di prestazioni essenziali per la prosecuzione dell'attività. L'art. 56, CAM prevede inoltre che l'esecuzione di contratti stipulati dal proposto e riguardanti l'azienda sottoposta a provvedimento di sequestro, è sospesa finché l'AG, *"previa autorizzazione del giudice delegato, dichiara di subentrare nel contratto in luogo del proposto, assumendo tutti i relativi obblighi"*. L'AG ha anche facoltà di risolvere il contratto. A norma dell'art. 55, CAM, per effetto del provvedimento di sequestro *"non possono essere iniziate o proseguite azioni esecutive"*. I crediti prededucibili *"liquidi, esigibili e non contestati, ... possono essere soddisfatti, in tutto o in parte, al di fuori del piano di riparto, previa autorizzazione del giudice delegato"*. Tali crediti non vanno accertati secondo le procedure previste dal titolo IV, capo II (art. 54) del CAM.

79. L'entità dei debiti discende, a norma di quanto previsto dall'art. 57, CAM, dall'elenco dei crediti presentato dall'AG al giudice delegato. L'elenco contiene il nominativo *"di tutti i creditori anteriori al sequestro ... l'indicazione dei crediti e delle rispettive scadenze e l'elenco nominativo"*

di coloro che vantano diritti reali di godimento o garanzia o diritti personali sui beni...". Il CAM disciplina specifiche procedure per l'accertamento dei crediti, la composizione dello stato passivo e il pagamento (artt. da 57 a 61, CAM). È inoltre possibile "in ogni tempo la revocazione del provvedimento di ammissione al credito al passivo", se esso sia determinato con dolo o falsità (art. 62, CAM).

3.3. La valutazione qualitativa del ruolo degli *stakeholder* aziendali

80. Da quanto detto, emerge come sia opportuno integrare l'approccio quantitativo delle valutazioni di tipo patrimoniale con un profilo maggiormente qualitativo nella stima del sistema di relazioni con gli *stakeholder*, che si potrebbe comporre in maniera differente con effetti anche compensativi (ossia il sostegno offerto da alcuni attori-chiave potrebbe essere annullato dal comportamento avverso di altri attori), così da considerare adeguatamente il contesto socio-culturale in cui l'azienda oggetto di valutazione si colloca.
81. Specie laddove una o più valutazioni degli elementi patrimoniali non possano essere svolte con un certo grado di attendibilità, potrebbe risultare utile integrare l'analisi valutativa con la redazione di una puntuale *disclosure* qualitativa incentrata sul ruolo dei principali portatori di interessi (l'ANBSC, l'azienda sequestrata, la società civile, la criminalità organizzata).
82. L'individuazione e il bilanciamento degli interessi degli interlocutori sociali più rilevanti, già difficile in qualsiasi azienda, diviene ancora più complessa nelle aziende sequestrate, di cui occorre riconoscere il ruolo della componente socio-emotiva ed etico-sociale che porta il valore aziendale ad assumere un significato diverso in relazione ad un generico *stakeholder*. In tal senso, l'azienda assume valore in quanto in grado di generare "benefici emozionali" o "etico-sociali" per il generico *stakeholder*, posto di fronte al valore simbolico, sociale e di riscatto derivante dal recupero alla legalità di un'azienda precedentemente in mano alla criminalità organizzata.
83. Questo significa allargare i confini del metodo patrimoniale classico e fornire una stima di tali elementi "emozionali" o "etico-sociali" in un approccio *stakeholder-oriented*, privilegiando un approccio più probabilistico che deterministico, e riferendosi a possibili differenti scenari circa le condizioni aziendali e di contesto prevedibili. Ciò condurrebbe a differenti valutazioni, con differenti risultati attesi in relazione alle probabilità attese di comportamento dei differenti *stakeholder*.
84. Il valore finale potrebbe così scaturire da una media ponderata dei differenti scenari per le rispettive probabilità di verificarsi. In questo modo, la valutazione d'azienda in una prospettiva *multistakeholder* consentirebbe di cogliere il differenziale tra il valore economico e quello sociale. Riepilogando:
- il metodo analitico-patrimoniale, di norma adottato come metodo di controllo in forza dei suoi tradizionali caratteri di controllabilità, razionalità e verificabilità, assume un ruolo rilevante nella valutazione prudenziale delle aziende sequestrate, a motivo delle circostanze

restrittive - quali uno stato di crisi più o meno conclamato e/o le difficoltà ad individuare un potenziale acquirente - che limitano fortemente le capacità previsionali del valutatore. Il suo punto di forza risiede nell'elevato livello di analisi (stima probabilistica degli "strati" del valore) e nella riduzione dell'alto grado di asimmetria informativa che contraddistingue le aziende sequestrate;

- a tale valutazione iniziale, occorre aggiungere l'esplicitazione delle variabili riconducibili ai principali *stakeholder* che, per ciascuna posta patrimoniale, impattano sul valore corrente; specificatamente, si tratta di prefigurare diverse ipotesi comportamentali e vari scenari e di confrontare il valore assegnabile all'azienda nelle diverse alternative.



4. I CRITERI DI VALUTAZIONE IN FASE DI CONFISCA: I METODI BASATI SULL'ATTUALIZZAZIONE DEI FLUSSI E I METODI MISTI

4.1. La valutazione dei flussi attesi nella stima delle aziende in fase di confisca: aspetti preliminari

85. Il valutatore può scegliere, nell'esame dei singoli casi, metodi valutativi differenti (come criterio di riferimento o come criterio di controllo), tra cui quelli basati sui flussi attesi sono particolarmente utili anche per gli *stakeholder* al fine di comprendere l'effettiva capacità dell'azienda di "sopravvivere" e creare valore nel contesto di riferimento, anche in sede di destinazione.
86. Quando la stima del capitale è effettuata attraverso l'attualizzazione dei flussi attesi si distinguono:
- a) metodi reddituali, articolati sui flussi economici;
 - b) metodi finanziari, articolati sui flussi finanziari.
87. Con i metodi reddituali il valore economico del capitale viene stimato attraverso l'attualizzazione dei redditi attesi.

I metodi reddituali possono essere applicati sia nella variante che stima il valore di un'azienda assumendo un risultato costante per gli anni a venire, oppure - anche se con minore frequenza - nella variante in cui vengono previsti flussi di reddito puntuali da attualizzare, cui deve essere sommato il valore attuale del cosiddetto valore finale, ossia il valore dell'azienda al termine del piano.

Le relazioni metodologiche utili per procedere alla stima del capitale economico con i metodi reddituali sono le seguenti, in cui la prima si riferisce all'ipotesi di risultato atteso costante, mentre la seconda a quella di risultati variabili.

$$W = \frac{R}{i}$$
$$W = \sum_{x=1}^n \frac{R_x}{(1+i)^x} + \frac{VF}{(1+i)^n}$$

laddove:

W = valore economico del capitale

R = reddito medio prospettico normalizzato

R_x = reddito atteso dell'azienda nell'anno x al netto degli investimenti che si prevede che l'azienda effettuerà nello stesso anno x

i = tasso di attualizzazione, pari al costo per l'uso del capitale proprio

VF = valore finale dell'azienda al termine del piano

n = numero di anni considerati nel piano.



88. I metodi finanziari stimano il valore economico del capitale attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi. Questi metodi di rado sono applicati ipotizzando un flusso medio costante e vengono più frequentemente utilizzati nel momento in cui l'azienda da valutare si trova in una situazione in cui, negli anni a venire, è ragionevole assumere flussi variabili per effetto, ad esempio, di un piano di investimenti, di ristrutturazioni o quant'altro.

I metodi finanziari possono essere applicati in un'ottica *equity side*, oppure in un'ottica cosiddetta *asset side*. Con l'approccio *equity side* la valutazione d'azienda viene effettuata procedendo direttamente all'attualizzazione dei flussi di cassa netti, ossia dei flussi che si prevede si rendano disponibili nel tempo per i portatori di capitale proprio, secondo la seguente relazione metodologica:

$$W = \sum_{x=1}^n \frac{FMCD_x}{(1+i_w)^x} + \frac{VF}{(1+i_w)^n}$$

laddove:

$FMCD_x$ = flusso monetario complessivo disponibile prodotto dall'azienda nell'anno x

e gli altri simboli assumono i significati già noti.

89. Con l'approccio *asset side* il capitale economico viene stimato attraverso la somma algebrica del valore operativo dell'azienda (cd. *Enterprise value*), e della posizione finanziaria netta:

$$W = A \pm PFN$$

con

$$A = \sum_{x=1}^n \frac{FMGO_x}{(1+wacc)^x} + \frac{VF'}{(1+wacc)^n}$$

laddove:

A rappresenta il valore economico dell'attivo operativo netto (cd. *Enterprise value*)

PFN = valore della posizione finanziaria netta

$FMGO$ = flusso monetario della gestione operativa

$wacc$ = costo medio ponderato del capitale

VF' = valore dell'*Enterprise value* alla fine del piano

e gli altri simboli assumono i significati già noti.

4.2. Le problematiche connesse alla stima dei flussi nelle aziende confiscate

90. Nel caso in cui, per stimare il valore della data azienda, si faccia riferimento ad un flusso medio atteso, si tratta di stimare il risultato che è fisiologico attendersi l'azienda realizzerà mediamente negli anni a venire, in condizioni di normale svolgimento della gestione¹⁰.
91. L'assunzione di un reddito medio atteso costante in perpetuo può essere utilmente impiegata nelle aziende che hanno raggiunto una condizione di equilibrio, in relazione alla quale la previsione del reddito medio prospettico può effettivamente rappresentare il risultato che tendenzialmente, in condizioni di normale svolgimento della gestione, l'azienda può realizzare negli anni a venire.
92. La principale fonte di informazioni per procedere alla stima del flusso medio atteso è rappresentata dai risultati di esercizio che l'azienda ha conseguito negli anni precedenti la data di riferimento della valutazione. Tali flussi devono essere, però, normalizzati, ovvero depurati dall'effetto delle componenti reddituali straordinarie e/o eccezionali (in quanto destinate a non ripetersi) al fine di individuare una misura espressiva della capacità dell'azienda di produrre stabilmente ricchezza, non facendo partecipare a tale configurazione di reddito gli elementi occasionali, non ripetibili.
- Nel caso, non sempre semplice, in cui il reddito sia considerato stabile anche per gli anni a venire (*steady state*), il flusso può essere proiettato nel futuro in una prospettiva di *perpetuity*.
93. Nel caso in cui non si ritenga razionale assumere un risultato medio prospettico normalizzato, occorre fare riferimento ad un piano aziendale che copra un orizzonte temporale in cui vengono stimati i flussi aziendali.
94. Per poter scegliere in modo razionale tra le due soluzioni - flusso medio perpetuo piuttosto che previsione di risultati puntuali con *terminal value* alla fine del piano - nel caso di aziende confiscate occorre distinguere se l'azienda oggetto della valutazione sia un'azienda in cui l'organizzazione criminale forniva semplicemente i capitali e, dunque, la considerava alla stregua di un mero investimento, dalla situazione in cui l'ingerenza mafiosa non si limitava all'aspetto finanziario, ma si estendeva alla gestione aziendale.
95. Per le aziende in cui l'ingerenza criminale si limitava alla fornitura del capitale, con una gestione totalmente estranea - ipotesi estrema - alla contaminazione illecita, la scelta del modo di stimare i flussi attesi non presenta particolari differenze rispetto alla valutazione di una normale azienda.
96. Nel caso in cui l'ingerenza dell'organizzazione criminale si estendeva anche agli aspetti gestionali, l'ipotesi di assumere un risultato medio prospettico pare una scelta non condivisibile, in quanto i risultati degli anni passati non possono essere considerati indicativi

¹⁰ Non costituisce oggetto delle presenti Linee Guida la predisposizione dei Piani aziendali da porre a base dell'individuazione dei risultati attesi. Si rinvia, a tal riguardo, agli altri documenti del CNDCEC che si occupano di questo tema, tra cui, a titolo esemplificativo quello relativo ai Piani di risanamento.

del risultato medio che l'azienda conseguirà negli anni a venire e questo per diversi ordini di ragioni, tra cui il venir meno dell'illecito vantaggio competitivo connesso alle intimidazioni poste in essere dal vecchio soggetto economico e l'inevitabile emersione dei cosiddetti "costi della legalità".

97. Indipendentemente dalla circostanza che per la stima dei flussi attesi si scelga un flusso medio perpetuo o un piano analitico occorre tenere presente che detta stima, nel caso di aziende confiscate, deve tenere conto di alcuni fattori che le differenziano rispetto alle altre aziende.

98. In particolare, nel momento in cui la stima dei flussi attesi riguardi aziende confiscate, occorre tenere in considerazione i seguenti aspetti:

- 1) esame dei fattori determinanti che hanno influito sui risultati negli anni precedenti il momento della valutazione, tenendo conto, ad esempio, della possibilità che i risultati degli anni passati siano influenzati da atteggiamenti intimidatori del soggetto criminale;
- 2) possibili effetti negativi sull'entità dei flussi attesi, dovuti a timori e pregiudizi dovuti alla tipologia di soggetto economico cui era riconducibile l'azienda;
- 3) esame del contenuto della relazione dell'AG;
- 4) considerazione - anche alla luce della relazione dell'AG - della probabile presenza dei cosiddetti "costi della legalità", ossia dei costi che emergono nel momento in cui si passa da una gestione criminale ad una gestione secondo canoni di legge;
- 5) incertezze legate alla possibilità che insorgano controversie legali, sia su appalti pubblici, sia con soggetti che vantavano legittime rivendicazioni nei confronti della azienda che non erano sino ad ora state manifestate per timore di ritorsioni;
- 6) valutazione dell'effetto sui flussi attesi della presenza nel perimetro aziendale di beni che non erano destinati al processo produttivo, ma all'uso personale del soggetto criminale;
- 7) esatta individuazione del perimetro aziendale.

4.3. La stima del tasso di attualizzazione nella valutazione delle aziende confiscate

99. La tipologia di tasso di attualizzazione varia a seconda della tipologia di flusso che con lo stesso si vuole attualizzare. Nel caso in cui si debbono attualizzare flussi netti - tipico delle valutazioni *equity side* - ossia flussi destinati agli azionisti, occorre procedere alla stima del rendimento atteso da parte dei portatori di capitale proprio. Viceversa, nel momento in cui si attualizzano flussi operativi - tipico dell'approccio *asset side* - occorre procedere alla stima del costo medio ponderato del capitale, spesso indicato con l'acronimo *wacc*.

100. La relazione metodologica comunemente utilizzata per la stima del rendimento atteso dai portatori di capitale proprio è la seguente:

$$i_w = r_f + S$$

laddove:

i_w = rendimento atteso dai portatori di capitale proprio

r_f = rendimento per investimenti privi di rischio

s = premio per il rischio d'impresa.

101. Per la stima di " r_f " la dottrina e la pratica professionale sono solite fare riferimento al rendimento dei titoli di stato.

102. Per la stima di " s " esistono differenti soluzioni, la più nota delle quali è il Capital Asset Pricing Model (CAPM), in cui la stima, appunto, di " s " è effettuata in base alla seguente relazione metodologica:

$$s = \beta (r_m - r_f)$$

laddove:

β rappresenta il beta dell'entità oggetto della valutazione, che esprime una misura del grado di esposizione dell'azienda al rischio sistematico, ossia il rischio non eliminabile attraverso la diversificazione del portafoglio

$(r_m - r_f)$ rappresenta il premio per il rischio di mercato.

103. La formula base di cui sopra è spesso corretta per tenere conto di diversi fattori che possono migliorare il risultato cui si perviene con la stessa, secondo una logica di tipo *build-up approach*, che porta alla seguente relazione metodologica:

$$s = \beta (r_m - r_f) + ARP$$

laddove:

ARP = fattore che rappresenta i premi per il rischio addizionali

mentre s , β , r_m , r_f , e $(r_m - r_f)$, assumono i significati già noti.

104. Poiché la maggior parte delle aziende confiscate è di dimensioni ridotte, si ritiene opportuno tenere conto della maggiorazione per il rischio connesso alle ridotte dimensioni aziendali nella stima del tasso da utilizzare per la loro valutazione (cosiddetto *Small Risk Premium*, o SRP).

105. Nel momento in cui si stima la maggiorazione connessa alle ridotte dimensioni aziendali nel caso di aziende confiscate, occorre tenere presente che proprio le aziende più piccole, essendo dotate di una minore visibilità rispetto a quelle più grandi, potrebbero risentire di eventuali azioni di disturbo da parte della criminalità organizzata.

106. Per le ragioni esposte sopra, si ritiene ragionevole che la misura del premio connesso alle ridotte dimensioni aziendali venga fissato per le aziende confiscate in misura mediamente più elevato rispetto a quanto verrebbe fatto per aziende di analoghe dimensioni ma che non si trovano nella citata condizione.

107. Un ulteriore premio addizionale per il rischio per le aziende confiscate deve essere considerato nel momento in cui il professionista chiamato a valutare la stessa ritenga possibile il rischio che chi investe il proprio capitale subisca ritorsioni e boicottaggi per l'azienda, o anche minacce e azioni lesive della propria persona.

-
108. Le suddette circostanze, seppur al di fuori, evidentemente, da una normale valutazione di tipo finanziario, non possono non essere considerate quando si procede alla stima del valore economico del capitale di un'azienda confiscata.
109. Se l'inclusione - nella logica del CAPM modificato secondo un approccio *build-up* - di maggiorazioni per rischi specifici per le aziende confiscate è opportuna secondo le indicazioni fornite nei precedenti paragrafi, il professionista incaricato della valutazione deve porre molta attenzione che alcuni elementi non vengano conteggiati due volte.
110. Un tipico esempio di rischio di doppio conteggio è quello di procedere alla stima del tasso tenendo conto dei rischi connessi alla tipicità del settore, di per sé rischioso perché fortemente infiltrato dalle organizzazioni criminali. In questo caso la rischiosità del settore in generale dovrebbe essere colta dal fattore β , mentre eventuali maggiori difficoltà legate al contesto di riferimento dovrebbero essere colte nei flussi.
111. Per altri versi, occorre sempre verificare che il fattore rischio non sia già stato riprodotto nella determinazione dei flussi medesimi, per mezzo dell'inclusione di flussi mediamente più bassi rispetto a quelli razionalmente prospettabili.
112. Nel momento in cui si procede alla stima del valore economico del capitale con metodi *asset side* - che attualizzano flussi operativi - il tasso da impiegare è il costo medio ponderato del capitale, cosiddetto *wacc* (*weighted average cost of capital*) e generalmente definito secondo la seguente relazione metodologica:

$$\text{wacc} = i_w \frac{W}{W+D} + i_d \frac{D(1-t)}{W+D}$$

laddove:

i_d = costo del capitale di credito

D = valore delle passività onerose

t = aliquota fiscale

e le altre variabili assumono i significati già noti.

Per la stima del costo medio ponderato del capitale nel caso di valutazione di aziende confiscate valgono le considerazioni svolte nei paragrafi precedenti a proposito della stima del tasso di rendimento del capitale proprio.

4.4. La valutazione delle aziende confiscate con il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento

113. Quando la valutazione delle aziende confiscate viene effettuata con i metodi cosiddetti misti, la metodologia più adatta nel caso di aziende confiscate è il metodo cosiddetto con stima autonoma dell'avviamento.
114. Con il metodo misto con stima autonoma dell'avviamento il capitale economico d'impresa viene stimato attraverso la somma algebrica del patrimonio netto rettificato e dell'avviamento,

quest'ultimo espresso attraverso l'attualizzazione dei sopra/sottoredditi attesi, secondo quanto indicato nella seguente relazione metodologica:

$$W = K + (R - i * K) a_{n-i'}$$

laddove:

K = patrimonio netto a valori correnti

$(R - i * K) a_{n-i'}$ = Avviamento, con

R = reddito netto medio atteso

n = numero di anni per i quali si prevede la capitalizzazione del sovrareddito $(R - i * K)$

i = rendimento atteso del capitale proprio

i' = tasso di attualizzazione.

115. La stima di K è effettuata prendendo le mosse dagli elementi attivi e passivi che formano il patrimonio netto alla data di riferimento della valutazione e riesprimendo gli stessi a valori correnti secondo le modalità già indicate in questo documento nella parte in cui è stato descritto il metodo patrimoniale.
116. Nel caso di applicazione del metodo misto con stima autonoma dell'avviamento alla valutazione di aziende sequestrate e confiscate non è infrequente che una stima razionale della grandezza $(R - i * K)$ dia luogo ad un risultato negativo, specie se sono presenti elementi patrimoniali di valore significativo.
117. Nel caso in cui $(R - i * K)$ sia negativo, il professionista incaricato della valutazione deve valutare se sia corretto o meno procedere ad eventuali rivalutazioni degli elementi del patrimonio aziendale così come avverrebbe se si applicasse il metodo patrimoniale.
118. Il problema della rivalutazione o meno degli elementi patrimoniali in presenza di valore di $(R - i * K)$ negativo va affrontato distinguendo i beni materiali da quelli immateriali.
119. Nel caso di beni immateriali la dottrina e la migliore pratica professionale escludono la possibilità di procedere ad una valorizzazione di beni immateriali in presenza di un valore negativo della grandezza $(R - i * K)$.
120. Nel caso di beni materiali si ritiene che la rivalutazione debba essere esclusa nel caso di aziende in perdita, mentre può essere operata nel caso in cui l'azienda non è in perdita ma non ha una remunerazione congrua (ossia, lo si ribadisce di nuovo, $(R - i * K)$ assume un valore negativo) anche se deve essere effettuata in misura limitata, secondo un procedimento definito in letteratura come "rivalutazione controllata dei cespiti soggetti ad ammortamento".
121. Un possibile procedimento di rivalutazione controllata è quello di porre il valore massimo dei cespiti ammortizzabili da impiegare all'interno del metodo misto pari alla seguente formula:

$$Te = (R + A - i * C'') a_{n-i}$$

laddove:

Te = valore economicamente accettabile dei beni ammortizzabili

R = reddito medio atteso

A = ammortamenti dei quali si è tenuto conto nella stima di R

C' = capitale netto contabile più eventuale rivalutazione di cespiti non soggetti ad ammortamento

I = valore contabile dei beni ammortizzabili

$C'' = C' - I$

n = vita media residua degli immobilizzi

i = tasso di remunerazione del capitale.

122. Per la quantificazione dei redditi attesi l'applicazione classica del metodo misto con stima autonoma dell'avviamento stima R come un valore medio e lo pone costante per tutti gli anni a venire. Nel caso di valutazioni di aziende confiscate pare opportuno assumere valori di reddito attesi diversi anno per anno, nel presupposto che l'azienda impiegherà alcuni esercizi prima di pervenire ad un livello di risultati che esprimano pienamente la sua capacità di produrre reddito.

123. La quantificazione di n , ossia del numero di anni per cui si procede all'attualizzazione del differenziale $(R - i*K)$, è un valore di incerta determinazione per il quale non appare razionale definire un numero preciso di anni che sia valido in ogni circostanza.

La prassi fissa spesso questo valore di n tra un minimo di 3 e un massimo di 5 anni, anche se non mancano casi in cui il valore di n arriva fino a 10 anni.

124. Nel caso di aziende confiscate dovrebbe essere assunto un valore di n tale da coprire un orizzonte temporale entro il quale si ritiene che l'azienda sottoposta a confisca possa raggiungere un livello di reddito sostanzialmente pari a quello necessario per remunerare in misura congrua il capitale, ossia R pari a $i*K$.

125. Una questione che il professionista incaricato della valutazione deve affrontare è quella relativa alla stima dei tassi inclusi nella formula del metodo misto con stima autonoma dell'avviamento. Il professionista deve, in particolare, valutare se i due tassi i ed i' coincidano o meno.

In linea di principio i due tassi i e i' dovrebbero coincidere ed essere stimati secondo quanto stabilito in questo documento.

126. Se da un punto di vista concettuale i due tassi dovrebbero assumere lo stesso valore, occorre rilevare che, nell'ipotesi in cui $(R - i*K)$ assuma un valore negativo - ipotesi come già detto ricorrente per le aziende confiscate - l'asserita eguaglianza tra i due tassi porterebbe al paradosso per cui, tanto più l'azienda è rischiosa, tanto più alto è il tasso di attualizzazione, tanto meno è il valore attuale negativo (cosiddetto badwill) dei sottoredditi attesi.

127. Nell'ipotesi, tutt'altro che infrequente, in cui una corretta stima dei risultati attesi delle aziende confiscate portasse ad un valore negativo della differenza $(R - i*K)$ pare più opportuno assumere un tasso di attualizzazione con il significato di puro compenso per il tempo, senza rischi aggiuntivi (free risk rate), ossia un tasso pari alla componente r_f di cui si è discusso. In questo modo, mentre la stima del rendimento del capitale verrebbe correttamente effettuata in

proporzione al livello di rischio dell'azienda, il tasso di attualizzazione sarebbe differente, e stimato prendendo a riferimento il rendimento dei titoli di stato.

5. LA RELAZIONE DI STIMA

5.1. Obiettivo

128. L'obiettivo di questa sezione conclusiva delle linee guida sulla valutazione delle aziende sequestrate e confiscate, riguarda i principi di riferimento per la redazione della relazione di stima dell'esperto al fine di illustrare il complessivo processo di valutazione applicato. Per completezza di trattazione, si terrà conto delle distinte fasi, già evidenziate nelle parti precedenti delle presenti linee guida in cui sono necessari momenti valutativi seppure con finalità differenti.
129. In particolare, come precedentemente evidenziato, si possono individuare due momenti principali: in fase di sequestro, ex art. 36, CAM, l'AG deve presentare entro trenta giorni dalla sua nomina *"una relazione particolareggiata dei beni sequestrati"* indicando tra l'altro *"il presumibile valore di mercato dei beni quale stimato dall'amministratore stesso"*, mentre ex art. 41, CAM deve presentare entro tre mesi dalla sua nomina un'altra relazione all'interno della quale deve essere presente *"la stima del valore di mercato dell'azienda, tenuto conto degli oneri correlati al processo di legalizzazione della stessa"*; in fase di confisca ex art. 47, CAM deve essere realizzata una perizia di stima del valore dei beni aziendali, impiegata dall'ANBSC ai fini della destinazione del complesso aziendale e che richiama il *"valore risultante dalla relazione di cui all'art. 36 (...), salvo che sia ritenuta necessaria dall'Agenzia una nuova stima"*. Di seguito verranno illustrate alcune prescrizioni in grado di guidare il valutatore nella redazione della relazione di stima. Verrà inoltre chiarita l'interpretazione semantica delle locuzioni adottate dal legislatore, alla luce della prassi individuata nei PIV.

5.2. Aspetti valutativi connessi con le relazioni ex artt. 36 e 41, CAM

130. Un primo momento di stima con riferimento alle aziende sequestrate è riferibile alle due relazioni che l'AG deve predisporre secondo quanto previsto dal combinato disposto degli artt. 36 (*"Relazione dell'amministratore giudiziario"*) e 41 (*"Gestione delle aziende sequestrate"*), CAM.
131. Con riferimento alla prima delle due relazioni (art. 36, CAM), la norma prevede che *"l'amministratore giudiziario presenta al giudice delegato, entro trenta giorni dalla nomina, una relazione particolareggiata"* contenente:
- a) *l'indicazione, lo stato e la consistenza [...] delle singole aziende, nonché i provvedimenti da adottare per la liberazione dei beni sequestrati;*
 - b) *il presumibile valore di mercato dei beni quale stimato dall'amministratore stesso;*
 - c) *gli eventuali diritti di terzi sui beni sequestrati;*
 - d) *[...] l'indicazione della documentazione reperita e le eventuali difformità tra gli elementi dell'inventario e quelli delle scritture contabili;*
 - e) *l'indicazione delle forme di gestione più idonee e redditizie dei beni, anche ai fini delle determinazioni che saranno assunte dal tribunale ai sensi dell'articolo 41"*.

132. Il secondo comma afferma che la relazione deve anche indicare *“le eventuali difformità tra quanto oggetto della misura e quanto appreso, nonché l’esistenza di altri beni che potrebbero essere oggetto di sequestro, di cui l’amministratore giudiziario sia venuto a conoscenza”*. Inoltre, il termine di trenta giorni dalla nomina per il deposito della relazione può essere prorogato dal giudice delegato di ulteriori novanta giorni se ricorrono *“giustificati motivi”*. Infine, il comma 4 afferma come *“ove siano formulate contestazioni motivate sulla stima dei beni entro venti giorni dalla ricezione dell’avviso, il tribunale, se non le ritiene inammissibili, sentite le parti, procede all’accertamento del presumibile valore di mercato dei beni medesimi nelle forme della perizia ai sensi degli articoli 220 e seguenti del codice di procedura penale.”*

133. Dal dispositivo di legge, si evince che in questo caso non può parlarsi di una vera e propria perizia di stima del valore aziendale, quanto di una relazione al cui interno è prevista una valutazione dell’azienda sequestrata. La norma, anzi, parla in maniera letterale soltanto di *“presumibile valore di mercato dei beni”* utilizzando un’espressione che potrebbe avere delle ambiguità interpretative visto che non si fa riferimento al valore di mercato dell’azienda, così come peraltro configurato nei PIV. D’altra parte, appare sensato ipotizzare che, nel caso in cui oggetto del sequestro sia un’azienda, l’espressione utilizzata debba ragionevolmente interpretarsi per estensione come una prescrizione ad effettuare una valutazione di mercato del valore del sistema aziendale e non dei singoli beni aziendali¹¹. Tale valutazione dovrà comunque essere svolta in maniera tale da porre in opportuna evidenza il processo che ha portato alla stima. In questa fase, peraltro, tale stima non avrà certamente la finalità di stabilire un valore di riferimento per l’eventuale messa sul mercato dell’azienda¹², ma di contribuire a pervenire ad un iniziale *“stato dell’arte”* del sistema aziendale post-sequestro. In tal senso il legislatore fa riferimento al valore di mercato dei beni aziendali a fini prettamente ricognitivi, con lo scopo anche di consentire una preliminare comprensione delle caratteristiche dello stesso da parte dell’amministrazione giudiziaria. Il breve lasso di tempo entro il quale la relazione deve essere predisposta, considerato il complesso contesto valutativo, dà alla stessa un valore preliminare che dovrà essere successivamente riconsiderato, anche alla luce dei successivi adempimenti, allo scopo di consentire al tribunale un corretto giudizio circa le possibilità di prosecuzione dell’attività. Per tale ragione, la stima di cui sopra potrà essere considerata come un *“parere valutativo”*¹³ poiché alla luce di quanto detto essa sarà condizionata dall’affidabilità degli *input* valutativi utilizzati. Si ritiene che tale parere valutativo debba come minimo specificare:

- le finalità della valutazione;
- il contesto valutativo;

¹¹ Su questa linea interpretativa si collocano le Linee guida in materia di Attestazione Antimafia realizzate dal CNDCEC nel 2018.

¹² In linea con quanto detto, si muove la previsione legislativa circa la possibilità concessa alle sole parti del procedimento di prendere visione della relazione dell’AG con il solo riferimento proprio alla parte relativa al presumibile valore di mercato dei beni.

¹³ Si veda in tal senso la definizione prevista al punto I.4.4 dei Principi di Valutazione emanati dall’OIV.

-
- la base informativa utilizzata;
 - l'approccio e il metodo di valutazione.

134. Si tratta di informazioni minime che devono essere fornite per rendere attendibile il parere valutativo. La finalità va infatti esplicitata poiché, come si è detto in precedenza, tale prima valutazione non è finalizzata ad esprimere una stima orientata a definire un prezzo di partenza per la vendita, poiché essa potrà essere stabilita solo in un'eventuale fase successiva della procedura. Il contesto valutativo e la base informativa utilizzata possono utilmente riferirsi ai dati presenti nel resto della relazione ex art. 36, CAM. Infine, appare comunque necessario illustrare nelle sue linee essenziali l'approccio valutativo e i metodi utilizzati per la stima.

135. La seconda relazione con contenuti valutativi è prevista dal successivo art. 41, CAM, secondo cui *“dopo la relazione di cui all'articolo 36, comma 1, l'amministratore giudiziario, entro tre mesi dalla sua nomina, prorogabili a sei mesi per giustificati motivi dal giudice delegato, presenta una relazione, che trasmette anche all'Agenzia, contenente:*

- a) gli ulteriori dati acquisiti, integrativi di quelli già esposti nella relazione di cui all'articolo 36, comma 1;*
- b) l'esposizione della situazione patrimoniale, economica e finanziaria, con lo stato analitico ed estimativo delle attività;*
- c) una dettagliata analisi sulla sussistenza di concrete possibilità di prosecuzione o di ripresa dell'attività, tenuto conto del grado di caratterizzazione della stessa con il proposto e i suoi familiari, della natura dell'attività esercitata, delle modalità e dell'ambiente in cui è svolta, della forza lavoro occupata e di quella necessaria per il regolare esercizio dell'impresa, della capacità produttiva e del mercato di riferimento nonché degli oneri correlati al processo di legalizzazione dell'azienda. Nel caso di proposta di prosecuzione o di ripresa dell'attività è allegato un programma contenente la descrizione analitica delle modalità e dei tempi di adempimento della proposta, che deve essere corredato, previa autorizzazione del giudice delegato, della relazione di un professionista [...] che attesti la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del programma medesimo, considerata la possibilità di avvalersi delle agevolazioni e delle misure previste dall'articolo 41-bis del presente decreto;*
- d) la stima del valore di mercato dell'azienda, tenuto conto degli oneri correlati al processo di legalizzazione della stessa;*
- e) l'indicazione delle attività esercitabili solo con autorizzazioni, concessioni e titoli abilitativi.”*

136. Come nel caso della relazione ex art. 36, CAM, il momento valutativo non è finalizzato ad una vendita del sistema aziendale, ma è strumentale ad una valutazione del cosiddetto *going concern*, ovvero la possibilità di prosecuzione dell'azienda sequestrata. Come è stato notato, con la relazione ex art. 36, CAM il legislatore non fornisce indicazioni circa il *modo* in cui l'AG potrebbe fare sopravvivere l'azienda, né richiede esplicitamente la definizione di un progetto di risanamento e sviluppo. Ne consegue che la qualità e la completezza della relazione dipendono dalla discrezionalità e competenza dell'AG.

137. Nel momento in cui la prosecuzione dell'attività è stimata come possibile, l'amministratore dovrà elaborare una sorta di piano operativo, ossia un piano industriale in cui saranno contenuti¹⁴: il posizionamento sul mercato, le intenzioni strategiche, il piano di azione per il raggiungimento degli obiettivi, le ipotesi e i dati finanziari prospettici, la sostenibilità finanziaria del piano, nonché, ai sensi dell'art. 41, c. 1-ter, CAM, anche l'elenco nominativo dei creditori e di coloro che vantano diritti reali o personali, di godimento o di garanzia, sui beni, specificando i crediti che originano dai rapporti pendenti, quelli che sono collegati a rapporti commerciali essenziali per la prosecuzione dell'attività e quelli che riguardano rapporti esauriti, non provati o non funzionali all'attività d'impresa, e l'elenco nominativo delle persone che risultano prestare o avere prestato attività lavorativa in favore dell'impresa, specificando la natura dei rapporti di lavoro esistenti nonché quelli necessari per la prosecuzione dell'attività; la presenza di organizzazioni sindacali all'interno dell'azienda alla data del sequestro e loro eventuali proposte sul programma di prosecuzione o di ripresa dell'attività.
138. La stima del valore aziendale sarà anche in questo caso contenuta in una relazione certamente più ampia e tuttavia con finalità differenti rispetto ad un'immediata collocazione sul mercato dell'azienda. Rispetto al contenuto minimo previsto in precedenza, dunque, si ritiene che le uniche sostanziali differenze possano riferirsi alla più ampia base informativa a disposizione dell'AG a motivo del maggiore arco temporale avuto a disposizione per le proprie valutazioni. In particolare, egli avrà portato avanti verifiche e controlli di vario tipo quali: una revisione contabile; un aggiornamento della situazione generale dal punto di vista economico, patrimoniale e finanziario; una ricognizione dei rapporti in essere con il sistema bancario e con i finanziatori; una ricognizione dei rapporti con gli *stakeholder*; una ricognizione della situazione contrattuale e le competenze delle risorse umane. Il processo valutativo, dunque, potrà essere sviluppato ed illustrato con maggiore profondità fermo restando lo schema informativo minimo sopra delineato. L'art. 41 c. 1-bis, CAM afferma che *"Le disposizioni del comma 4 dell'articolo 36 si applicano anche con riferimento a quanto previsto dalla lettera d) del comma 1 del presente articolo"*, consentendo la possibilità di contestare la stima del valore aziendale.
139. Al di là della previsione normativa, inoltre, tale processo di stima potrebbe rivelarsi utile come punto di riferimento iniziale, nel caso in cui durante la fase di sequestro fossero realizzate altre relazioni in grado di stimare il valore assunto dall'azienda in maniera da segnalare un processo di creazione o distruzione di valore del complesso aziendale (o, ancora, di sue parti) con l'obiettivo di migliorare l'intervento di risanamento ad opera dell'AG e incrementare le probabilità di successiva alienazione, così come di conseguimento di un maggiore realizzo.
140. Rispetto a quanto evidenziato per gli aspetti valutativi della relazione ex art. 36, CAM, in questo caso si ritiene che la configurazione di valore da considerare sia quella del valore intrinseco perché finalizzata dal legislatore alla verifica circa la possibilità di prosecuzione o di ripresa dell'attività dell'azienda.

¹⁴ CNDCEC, Linee guida in materia di amministrazione giudiziaria dei beni sequestrati e confiscati, 2015

5.3. La relazione di stima nella valutazione delle aziende definitivamente confiscate e da destinare

141. L'art. 47 CAM stabilisce che la destinazione e la vendita delle aziende è effettuata con delibera del Consiglio direttivo dell'Agenzia, "sulla base della stima del valore risultante dalla relazione di cui all'articolo 36, e da altri atti giudiziari, salvo che sia ritenuta necessaria dall'Agenzia una nuova stima". Quella che nel dettato della disposizione normativa sembra essere considerata un'eccezione, cioè la possibilità di effettuare una nuova stima del valore aziendale, a ben vedere è da ritenersi quasi una necessità visti i tempi spesso dilatati che coinvolgono le fasi del sequestro, della confisca e della destinazione. Affidarsi ad una stima effettuata possibilmente diversi anni prima, riferita ad un complesso aziendale che potrebbe avere notevolmente mutato alcune delle sue essenziali caratteristiche appare, quindi, una scelta poco auspicabile e razionale.

142. A differenza delle relazioni predisposte dall'AG in fase di sequestro (ex artt. 36 e 41, CAM), la relazione rilasciata dall'esperto valutatore ex art. 47, CAM si caratterizza per il fatto di essere rivolta ad un *potenziale* acquirente/conducente, e può configurarsi come una perizia *formalizzata* e in quanto tale asseverata con giuramento dell'esperto valutatore. Più precisamente, quindi, non si tratta di una stima inserita in una relazione più ampia, ma di *valutazione* e finalizzata a indicare un prezzo-base, di trattativa o d'asta, similmente a quanto avviene in certe procedure concorsuali.

Richiamando i PIV, in questo caso si ritiene che le configurazioni di valore da considerare siano: - del valore di mercato in caso di affitto o vendita in un mercato aperto; - del valore negoziale equitativo, in caso si debba tener conto di specifici elementi volti a selezionare potenziali acquirenti utenti, ovvero in ipotesi di trasferimento per le finalità istituzionali o sociali. Può anche evidenziarsi un valore di liquidazione, qualora si manifesti la fattispecie di cui all'art. 48, c. 8, lett. c), CAM.

143. Il contenuto e la struttura della relazione di stima, probabilmente anche a motivo del fatto che viene interpretata erroneamente dal legislatore come una mera eventualità, non hanno una definizione prescrittiva né ad opera del CAM, né dell'Autorità di vigilanza (ANBSC), che non forniscono indicazioni o suggeriscono specifici *format*. Resta, dunque, nella discrezionalità del valutatore individuare i connotati sia formali che sostanziali ritenuti più opportuni. La comprensione del contesto valutativo e l'analisi della base informativa in questa fase si fondano su conoscenze più attendibili e consolidate rispetto a quanto possibile nelle relazioni ex artt. 36 e 41, CAM e tali da far considerare affidabili e controllabili gli *input* valutativi.

144. Per avere, quindi, un riferimento al fine di delineare le caratteristiche della relazione di stima occorre ricondursi alle principali prescrizioni che la dottrina e i vari organismi professionali, a livello nazionale ed internazionale, hanno evidenziato quali caratteristiche di una buona relazione di stima. In particolare, è opinione comune che essa dovrebbe come minimo spiegare le informazioni disponibili, l'analisi condotta, i modelli adottati, le assunzioni, i calcoli e le conclusioni quantitative. Dovrebbe, dunque, dimostrare la conoscenza dell'azienda e dei mercati

finanziari, rappresentare fedelmente l'intero processo valutativo e fornire una rappresentazione convincente.

145. La struttura e i contenuti devono adattarsi alla finalità dell'incarico e alla tipologia aziendale, ma su alcuni elementi minimi è possibile trovare una larga condivisione:

- Introduzione
 - premessa
 - profilo del valutatore
 - fonti informative
 - analisi dell'azienda
 - analisi delle condizioni economiche generali e di contesto
 - analisi del settore economico
- Corpo centrale
 - approccio valutativo
 - analisi del rischio
 - eventuali sconti e premi
- Conclusioni
 - sintesi quantitativa della relazione
 - considerazioni conclusive.

43

146. Appare peraltro opportuno che questi contenuti di massima siano adattati al contesto delle aziende confiscate, illustrato in particolare nella seconda sezione di queste linee guida. La relazione di stima dovrebbe essere indirizzata all'ufficio competente dell'ANBSC, così come appare opportuno un riferimento alle valutazioni precedenti operate dall'AG ex artt. 36 e 41, CAM.

147. Con riferimento all'*introduzione*, la prima parte consta di una *premessa* che sinteticamente descrive gli aspetti che tradizionalmente contraddistinguono questa sezione (specifiche sull'incarico, scopo della relazione, scelte metodologiche, risultati conseguiti, descrizione sommaria della struttura della relazione, e così via). A questo tipico contenuto dovrebbero aggiungersi due ulteriori aspetti caratteristici del particolare contesto valutativo: i limiti del processo di valutazione e un sintetico riferimento all'approccio adottato.

148. Dal primo punto di vista, stimare il valore di un'azienda confiscata è una pratica molto complessa e soggetta a numerose restrizioni. Questa complessità e tali restrizioni dovrebbero essere adeguatamente evidenziate nella sezione introduttiva del documento per comunicare al lettore che le risultanze quantitative della perizia debbono essere interpretate con la massima prudenza.

149. Su questa linea, dopo avere chiarito gli assunti straordinari e le condizioni limitative dell'incarico, deve essere adeguatamente spiegato l'approccio valutativo adottato dall'esperto al fine della valutazione, che è quello di fornire un valore di riferimento per potenziali acquirenti/conduttori dell'azienda confiscata. La perizia potrebbe adottare una logica *stand alone*, ma non dovrebbe a priori escludersi l'ipotesi di adozione di un'ottica strategica che possa valorizzare le sinergie,

seppure potenziali-medie, dell'acquirente. Laddove le difficoltà e i limiti insiti nel processo di valutazione siano ritenuti particolarmente significativi dall'esperto, la forma della perizia potrebbe anche assumere quella che viene definita "relazione di parere valutativo"¹⁵. Nell'introdurre l'approccio valutativo utilizzato, dovrebbe essere evidenziato se, quanto e come le risultanze storiche, i valori correnti e i valori previsionali siano considerati attendibili da parte del valutatore. L'attendibilità va valutata considerando gli sforzi fatti durante l'amministrazione giudiziaria nel riportare in ordine la situazione aziendale, in particolare con riferimento alla veridicità dei documenti contabili e non contabili e al ripristino completo delle condizioni di legalità e agli oneri a tal fine sostenuti.

150. Nell'introduzione, con riferimento al *profilo del valutatore* vanno richiamati i requisiti, generali e specifici, richiesti al valutatore a partire dai livelli di competenza ed esperienza maturati nella valutazione delle aziende. Vista la particolare fattispecie valutativa, appare opportuna una chiara definizione delle responsabilità assunte e del livello di indipendenza rispetto ai vari interessi in gioco, che fanno capo all'Amministrazione pubblica nelle sue varie manifestazioni (ANBSC, Magistratura, e così via), al potenziale acquirente, e tanto più a soggetti riconducibili alla criminalità organizzata.

151. Per quanto concerne le *fonti informative*, così come per qualsivoglia processo valutativo un ruolo fondamentale è assegnato ai documenti contabili ed extra-contabili, ma alla luce del particolare contesto valutativo assumono un'importanza cruciale i documenti di natura giudiziaria che permettono di ricostruire, nella sezione dedicata all'analisi aziendale, la storia del sequestro (come precisato successivamente), quali:

- provvedimento di sequestro
- provvedimento di confisca di primo grado
- provvedimento di confisca definitivo
- provvedimento di destinazione.

152. Per i suoi contenuti, ovviamente, assumono rilevanza primaria le relazioni precedentemente menzionate ex artt. 36 e 41, CAM.

153. Ai fini di una corretta analisi del contesto e del settore economico di riferimento sono necessari i dati di tipo sociale, statistico ed economico su cui fondare le rispettive sezioni. Buona prassi vorrebbe che si precisasse la provenienza delle fonti, specie se di natura secondaria (ad esempio, dati elaborati direttamente dall'AG) o informale (ad esempio, notizie e accadimenti riferiti informalmente dal management), dichiarando altresì le limitazioni riscontrate nell'accesso e/o nell'utilizzo delle basi informative e precisando, se del caso, la provenienza e la natura delle informazioni (interne/esterne, pubbliche/private, e così via).

154. L'introduzione riporterà anche la definizione dei *termini dell'incarico*, relativamente all'oggetto della stima (valutazione dell'intera azienda, di un suo ramo, di porzioni del capitale sociale, e

¹⁵ Fondazione OIV, Principi di valutazione, Milano, 2015.

così via), alle finalità perseguite in tema di destinazione e alla data cui è riferita la valutazione. Per la particolare natura dell'azienda sottoposta a valutazione, potrebbero anche evidenziarsi finalità volte a valorizzare il contenuto sociale e non solo economico dell'azienda oggetto di stima, accogliendo una prospettiva *multistakeholder*.

155. Passando all'analisi dell'azienda, elemento centrale di qualsiasi perizia di stima, questa si configura in maniera peculiare nelle aziende confiscate. Occorrerà dapprima richiamare il tipo di entità, in termini di forma giuridica e di sede, atteso che entrambi gli elementi possono fornire significative indicazioni sul precedente grado di penetrazione della criminalità organizzata nell'azienda, perché questo potrebbe contribuire a delineare lo spartiacque circa il regime di responsabilità (limitata o illimitata) dei soci e, quindi, consentire di giustificare il grado di influenza del potere mafioso nella sola proprietà e/o anche nel management. Seguirà, in linea con quanto avviene per ogni altra azienda, una descrizione dei prodotti/servizi offerti dall'azienda, dei mercati e clienti serviti, dei rapporti con i concorrenti, nonché una sommaria descrizione delle principali voci che compongono l'attivo e il passivo dell'entità.

156. Altro aspetto peculiare è rappresentato dalla descrizione della storia aziendale anche attraverso la rappresentazione della vicenda giudiziaria che ha portato al sequestro e alla successiva confisca. L'ampiezza dell'analisi storica da riportare nella relazione dovrebbe essere correlata, oltre che all'età dell'azienda, anche al grado di affidabilità delle serie storiche dei redditi, atteso che laddove queste fossero scarsamente attendibili (giacché palesemente sopra o sottostimate quale effetto dell'imposizione del "metodo mafioso") avrebbe poca utilità un loro diretto impiego per la successiva proiezione futura. Allo stesso modo, l'analisi storica del periodo di sequestro e successiva confisca (periodo che può essere particolarmente esteso, fino a 7-10 anni in alcuni casi) dovrà documentare l'operato dell'AG, precisando ad esempio se questo è stato improntato ad una finalità meramente conservativa o altresì accrescitiva dei redditi dell'azienda oggetto di stima. Da questa parte della relazione dovrebbe in definitiva emergere quale sia stato il grado di compenetrazione dell'organizzazione criminale nel sistema aziendale e di quanto l'amministrazione giudiziaria sia riuscita a sanare tale *vulnus* mantenendo o riportando l'equilibrio economico-finanziario.

157. In questa sezione, dovrebbe quindi trovare spazio un'attenta analisi delle caratteristiche e degli esiti dell'amministrazione giudiziaria e della gestione da parte di ANBSC. Sulla scorta dello studio dei relativi documenti, dovrebbero quindi essere presentate almeno:

- le motivazioni sottostanti la misura cautelare del sequestro;
- l'entità del provvedimento di sequestro, ossia se ha interessato tutta l'azienda o sue parti;
- il livello di coinvolgimento nel tempo della proprietà e/o del management mafioso;
- l'eventuale stato di crisi (precisando altresì le cause, la tipologia e la sua gravità) precedente, concomitante o successivo al provvedimento di sequestro e come questo è mutato nel tempo;
- le modalità attraverso le quali l'azienda ha intrapreso un cammino di legalità;
- le principali scelte gestionali di continuità o discontinuità con la precedente gestione;

-
- gli eventuali interventi a supporto/ripresa delle attività aziendali (si fa rinvio al punto 23. del presente documento);
 - i risultati economico-finanziari conseguiti e quanto essi possano essere ritenuti rappresentativi di un normale andamento della gestione;
 - i rapporti con le principali categorie di *stakeholder* e come gli stessi sono mutati nel tempo;
 - le principali criticità affrontate sia nella fase dell'amministrazione giudiziaria, sia nella fase gestita da ANBSC;
 - i maggiori oneri, finanziari e non, per il processo di legalizzazione.

158. Infine, appare opportuno per la comprensione della situazione aziendale un'analisi delle relazioni con i principali *stakeholder* aziendali quali fornitori, banche, dipendenti, comunità locali, istituzioni pubbliche, atteso che nelle aziende sequestrate e confiscate la qualità di tali relazioni appare cruciale per un'efficace opera di recupero alla legalità e di re-immissione nel circuito legale.

159. Nell'interpretare le principali *condizioni aziendali e di contesto*, oltre alle informazioni di carattere generale che dovrebbero essere presenti in qualsiasi relazione di stima, occorre esprimere in questo caso una valutazione, se trova supporto in dati attendibili, circa il potere di influenza che ha la criminalità organizzata sia nel territorio che nel settore economico in cui opera l'azienda.

160. Questo aspetto, infatti, condiziona le possibilità di sviluppo dell'azienda e dunque anche la stima del suo valore. Invero, *l'analisi del settore* di appartenenza è fondamentale, specie laddove l'azienda oggetto di valutazione operi in settori tradizionalmente considerati ad elevata densità mafiosa (ad esempio, quello edile o della ristorazione).

161. Le scelte descritte nella sezione dedicata all'*approccio valutativo* devono essere spiegate alla luce di quanto illustrato in sede di analisi aziendale e di contesto. Dopo alcune premesse metodologiche volte, tra l'altro, a precisare l'opportunità di definire risultati alternativi in relazione ai differenti scenari attesi in una prospettiva *multistakeholder*, la scelta del metodo da applicare deve essere, ancora di più che nella valutazione delle altre fattispecie aziendali, *firm-specific* a motivo delle caratteristiche peculiari di tali aziende. La spiegazione delle scelte valutative deve essere, quindi, particolarmente approfondita e dettagliata, probabilmente in misura maggiore rispetto ad una tradizionale perizia di stima, tale da permettere al lettore di interpretare in maniera opportuna i risultati della stima. Visti i limiti oggettivi riferibili all'applicazione dei diversi metodi di valutazione, spiegati nelle precedenti sezioni delle linee guida, sarebbe auspicabile un approccio orientato all'utilizzo contemporaneo di più metodi, alcuni dei quali eventualmente con finalità di controllo, precisando sempre i motivi per i quali un metodo è da preferire agli altri.

162. *L'analisi del rischio* è molto rilevante nel caso in cui il metodo adottato sia basato sull'attualizzazione dei flussi, e dovrà configurarsi ancora una volta in maniera peculiare, cioè in funzione del particolare rischio associato alle aziende confiscate che devono scontrarsi, tra

l'altro, anche con eventuali ritorsioni da parte della criminalità organizzata (per esempio attraverso la creazione di aziende "fotocopia" come azione di disturbo rispetto al complesso sequestrato e confiscato) e/o con atteggiamenti di diffidenza se non di timore da parte dell'universo degli *stakeholder*.

163. L'inclusione di eventuali *premi e sconti* specifici (che potremmo definire di "legalità" o "socialità"), atti a valorizzare il ripristino delle condizioni di legalità e la restituzione del complesso aziendale ad esclusivo vantaggio della società civile, rappresenta la componente sicuramente di più difficile ponderazione, ma al contempo quella che riconosce l'unicità del valore delle aziende precedentemente confiscate alla criminalità organizzata.

Da ultimo, le profonde incertezze che caratterizzano il processo di stima di un'azienda confiscata consiglierebbero, come è d'altra parte prassi anche in molti altri contesti valutativi, con riferimento alla descrizione delle risultanze finali, di evidenziare non tanto una valutazione puntuale, quanto un *range* di valori racchiuso in un intervallo comunque ragionevole che delimita un limite inferiore e uno superiore.