

# **Tribunale di Foggia**

III Sezione Civile



## **STIMA DEL VALORE DI COMMERCIO E DEL VALORE LOCATIVO DELL'AZIENDA**



Esperto stimatore  
***Dott. Giovanni Viola***

Sommario	
<b>Premessa</b>	<b>3</b>
<b>Finalità e oggetto dell’incarico</b>	<b>4</b>
<b>Documentazione esaminata</b>	<b>4</b>
<b>La Società</b>	<b>4</b>
<b>Attività svolta</b>	<b>5</b>
<b>Caratteristica del settore</b>	<b>5</b>
<b>Metodologia di valutazione di stima dell’azienda (valore di commercio)</b>	<b>7</b>
Metodo Patrimoniale .....	8
Metodi Redditali.....	9
Metodo Misto Patrimoniale – Reddituale .....	11
Metodo Finanziario .....	12
Metodi sintetici di mercato .....	14
<b>Procedure operative di valutazione</b>	<b>15</b>
Caratteristiche e peculiarità delle aziende alberghiere.....	15
La scelta dei criteri di valutazione .....	16
Dati contabili e parametri di riferimento .....	17
Dati contabili.....	17
Parametri di riferimento.....	19
Determinazione del valore economico dell’Azienda.....	20
Metodo reddituale del reddito prospettico (a dati storici) .....	20
Metodo reddituale del reddito prospettico (a dati previsionali) .....	21
Metodo patrimoniale .....	22
Metodo misto patrimoniale-reddituale (al valore medio) .....	22
Ponderazione e risultato finale .....	23
<b>Stima del valore locativo</b>	<b>24</b>
<b>Conclusioni</b>	<b>27</b>

## Premessa

Il sottoscritto Dott. Giovanni Viola, nato a Foggia il 07/11/1965, Dottore Commercialista iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Foggia al n. 1539/A, iscritto nel Registro dei Revisori Contabili (ora Revisori Legali) del Ministero di Grazia e Giustizia dal 26/05/1999 con il n. 74848, in G.U. n. 45 del 08/06/1999, domiciliato in Lucera (FG) alla Via Torino 19, in qualità di esperto professionale, ha ricevuto incarico dalla Curatela della società in Liquidazione Giudiziale [REDACTED], in persona del Curatore avv. Cristina Tiziana Siani, giusta autorizzazione del G.D. dott. Caterina Lazzara in data 20/06/2023 (All. 1), di provvedere alla "...stima dell'azienda liquidata, ..., sia come valore di commercio finalizzato alla vendita del complesso aziendale, sia come valore locativo dello stesso;...".

Il sottoscritto professionista ha prestato il giuramento con sottoscrizione digitale della formula di rito, inviata a mezzo pec del 22/06/2023 all'indirizzo della procedura.

Ha eseguito accessi presso la struttura aziendale oggetto di stima unitamente al curatore avv. C.T. Siani.

La presente relazione rappresenta il risultato dell'assolvimento di detto incarico da parte del sottoscritto perito, in piena e assoluta indipendenza rispetto a qualsivoglia soggetto direttamente o indirettamente interessato alla (o coinvolto nella) valutazione della suddetta Società.

Il sottoscritto perito, inoltre, dichiara di non avere alcun interesse nella stima che è stato chiamato ad eseguire, né di occupare posizioni di conflitto che possano mettere in dubbio il suo grado di indipendenza e di obiettività in relazione alla stima stessa.

## Finalità e oggetto dell'incarico

La finalità ed oggetto dell'incarico sono la stima dell'azienda in Liquidazione Giudiziale [REDACTED] [REDACTED] sia come **valore di commercio** finalizzato alla vendita del complesso aziendale, sia come **valore locativo** dello stesso.

La società è attualmente in Esercizio provvisorio autorizzato dal G.D dott.ssa C. Lazzara con decreto del 27/04/2023, poi dichiarato cessato con decreto del 19/05/2023, nuovamente autorizzato con decreto del 20/06/2023 sino alla data del prossimo 31/10/2023.

## Documentazione esaminata

Il sottoscritto, nell'assolvimento dell'incarico, ha esaminato la seguente documentazione, messa a disposizione del Curatore avv. Cristina Tiziana Siani:

- Informazioni contabili e societarie;
- Visura camerale storica e Atto costitutivo (All. 2);
- Individuazione della società oggetto di valutazione con gli elementi essenziali riguardanti la compagine sociale, l'attività svolta, ecc., nonché cenni storici della stessa;
- Conti Economici 2018 - 2022 (All. 3);
- Dichiarazioni dei Redditi mod. SP e Dichiarazioni Irap anni d'imposta 2019-2020-2021 (All. 4);
- Registro Beni Ammortizzabili (All. 5);
- Relazione di stima dei beni mobili ed immobili del tecnico nominato dalla procedura Ing. Raffaele Rinaldi in data 30/07/2023 (All. 6).
- Rendiconto Esercizio Provvisorio al 31/07/2023 (All. 7).

## La Società

La società è stata costituita sotto la denominazione sociale di [REDACTED] [REDACTED] in Foggia del 05/01/1999 rep. n. 15795 racc. n. 9280, iscritta

al Registro delle Imprese di Foggia sezione Ordinaria dal 28/01/1999, codice fiscale e numero d'iscrizione 0236351076, attività prevalente codice 55.1 – Alberghi e strutture simili, data inizio attività 23/11/2010.

La società sin dalla sua costituzione si è dotata dell'attuale forma giuridica di società in accomandita semplice.

- [REDACTED]
- [REDACTED]
- [REDACTED]  
[REDACTED]
  - [REDACTED]  
[REDACTED]
  - [REDACTED]  
[REDACTED].

Il legale rappresentante e socio accomandatario gerente è i [REDACTED] sin dalla costituzione della società.

[REDACTED]

[REDACTED]

La società è in Liquidazione Giudiziale CCII dichiarata con sentenza del Tribunale di Foggia del 19/04/2023 (n. 20/2023 R.G., n. sentenza 22/2023).

## Attività svolta

La società nasce specificatamente per la gestione di albergo e ristorazione riservata agli ospiti e non ospiti, attività esercitate a seguito della realizzazione del complesso ricettivo turistico alberghiero sito in Castelluccio dei Sauri (FG) sulla S.P. 107 in contrada Fontana di Maggio.

Il complesso risulta realizzato con risorse dei soci e con il contributo (parziale) di cui alla L. n. 662/1996 finanziato dal "Patto Territoriale Prospettive Subappennino".

L'azienda formante oggetto di valutazione è costituita dal complesso ricettivo denominato [REDACTED] [REDACTED] costituito da circa due ettari di area esterna e da un unico corpo di fabbrica di circa mq. 2.900 coperti ove sono situati:

- al piano terra: la hall, due sale ricevimento, una sala colazione, ufficio, cucina;

- al primo piano: n. 22 camere, un office-lavanderia e n. 3 camere di ampie dimensioni utilizzate

## Caratteristica del settore

Il settore è quello alberghiero, nello specifico i servizi offerti sono di:

- pernottamento
- pizzeria-ristorazione
- sala ricevimenti.

# Metodologia di valutazione di stima dell'azienda (valore di commercio)

Il processo di valutazione di un'azienda, ovvero la determinazione del valore economico che questa assume in un certo momento, si presenta particolarmente difficile, ma necessario a seconda degli obiettivi e finalità che ne conseguono. La logica che necessariamente va tralasciata è quella della continuità della vita aziendale per fotografare un particolare momento straordinario della vita dell'impresa: cessione dell'intera azienda o di rami di essa, apporto dell'azienda, conferimento in società, scissione, scorpori, trasformazione, affitto dell'azienda, divisioni ereditarie, donazioni, procedure concorsuali e tanti ancora. Non esiste, pertanto, "un" valore dell'azienda, ma molteplici in funzione dell'ottica in cui si procede.

Se cinquant'anni fa la valutazione era vincolata all'empirismo e al buon senso dei valutatori, i primi lavori sistematici, frutto di problematiche ad ampio raggio (economico, giuridico, tecnico, finanziario), si intravedono nei primi anni ottanta. Da allora in poi, grazie anche al mutare esponenziale delle esigenze e delle realtà aziendali, la valutazione dell'azienda è divenuta non solo frutto di un approccio dottrinale ma di nuove metodologie di quantificazione del valore, non necessariamente vincolate ai dati contabili d'esercizio, ma integrate da una serie di analisi delle strategie aziendali ed al sistema competitivo.

La valutazione dell'azienda non trasmette più un dato "statico", bensì "dinamico" in quanto l'informazione che deve rendere è relativa ad un'impresa in condizioni di funzionamento e deve misurare la performance stessa dell'azienda.

Appare importante eseguire valutazioni "corrette" ma lungi dall'essere "oggettive" in senso assoluto, sicuramente costituiscono operazioni non semplici considerata la moltitudine di approcci metodologici che, sovente, portano a risultati differenti tra loro.

Secondo un illustre studioso italiano sul tema delle valutazioni di aziende, Luigi Guatri, ciascun esperto chiamato ad esprimere un giudizio di valore, dovrebbe sintetizzare i risultati delle metodologie prescelte in un unico valore di sintesi che pondera i risultati derivanti dai diversi approcci metodologici prescelti (c.d. "G.I.V." Giudizio Integrato di Valutazione).

Tuttavia, tra quelli esistenti, la teoria aziendale ha elaborato una serie di metodi che possono essere applicati nelle valutazioni d'azienda, distinguendo tra metodi diretti e metodi indiretti.

I metodi **diretti** si basano su dati di mercato e fanno discendere il valore direttamente dall'applicazione di parametri ed indicatori. Esprimono prezzi probabili, applicabili ad una data azienda, con riferimento ad esperienze omogenee e similari. Questi metodi, detti anche empirici, sono di rapida e semplice

applicazione ma, non essendo fondati su basi logiche, il loro impiego obbliga alla cautela. Sono suddivisibili in: m.d. fondati su multipli, m.d. fondati su moltiplicatori empirici, m.d. in senso stretto. Tali metodi sono preferibili nel caso di valutazione di imprese di piccole dimensioni, quando i metodi alternativi danno risultati incerti o contraddittori o, infine, quando risultano poco credibili metodologie più sofisticate di valutazione.

I metodi **indiretti** di stima fondano, quanto più possibile, la valutazione di dati oggettivi nel rispetto di determinati requisiti (razionalità, obiettività, neutralità). Il rispetto di questi criteri, in sostanza, impone che l'esperto utilizzi nella sua valutazione dati riscontrabili, che tengano opportunamente conto della finalità dell'impresa (capacità di creare utili o flussi di cassa). Sono raggruppati nei metodi: *patrimoniali* (semplice e complesso), *reddituali*, *finanziari* (basato sui flussi di cassa) e *misti*. Ciascuno di questi metodi, tuttavia, riesce a soddisfare solo parzialmente i criteri sopra menzionati e, di conseguenza, spesso è opportuno pervenire ad una *sintesi* dei risultati derivanti dal loro utilizzo congiunto.

## Metodo Patrimoniale

Il metodo di valutazione patrimoniale presuppone che il valore di un'azienda sia pari al Patrimonio Netto della stessa, opportunamente rettificato rispetto al valore di bilancio.

Tale ipotesi omette di considerare che il valore è di norma influenzato più dalla capacità dell'azienda di produrre redditi che dal livello del suo patrimonio, ma produce comunque informazioni di notevole rilevanza ai fini della valutazione. Il patrimonio, infatti, oltre ad avere un valore di per sé quantificabile, non è certamente legato dalla redditività di un'impresa ma, al contrario, dovrebbe essere in grado di avere un impatto diretto sulla stessa capacità reddituale.

I valori ottenuti da tale criterio di stima hanno inoltre, almeno in linea teorica, il vantaggio della sicurezza e dell'affidabilità, in quanto non derivanti da previsioni soggettive (che in quanto tali possono non avverarsi) ma da dati certi ed oggettivi.

A seconda che i beni immateriali siano o non siano considerati, i metodi patrimoniali si suddividono in m.p. **semplice** se l'attivo comprende solo la valutazione di beni materiali, m.p. **complesso** nei casi in cui si proceda alla valutazione anche delle componenti immobiliari quali brevetti, marchi, diritti di concessione, oneri di formazione del personale, oneri di ricerca e sviluppo e così via.

Entrambi comportano, in primis, la quantificazione del capitale netto contabile, desumibile dall'ultimo



bilancio. Successivamente si procede ad una scrupolosa analisi delle voci di bilancio per verificarne l'effettiva entità (per esempio la verifica di una corretta contabilizzazione dei crediti e dei debiti, con conseguente copertura di eventuali rischi associati con validi accantonamenti ecc.) nonché a verificare se gli elementi attivi non monetari abbiano valori che ne esprimano la realtà (mantenimento del valore delle partecipazioni, valutazione del magazzino, ecc.).

Tutto ciò necessiterebbe di una vera e propria attività di revisione che permetta di verificare che le poste dell'Attivo e del Passivo siano contabilizzate correttamente, di valutare la reale esigibilità dei crediti, la consistenza dei debiti, ecc., al fine di procedere ad eventuali rettifiche che permettano una rappresentazione delle dinamiche aziendali più rispondente alla realtà.

Tale metodo è caratterizzato da un limitato grado di soggettività poiché il patrimonio netto rettificato è determinato sulla base del valore delle singole componenti patrimoniali, le cui valutazioni trovano normalmente riscontro nella realtà operativa dell'azienda.

*Con riferimento alla valutazione delle aziende alberghiere, il metodo in commento pur non valorizzando adeguatamente la redditività, trova giustificazione nell'odierna valutazione, in quanto i beni che compongono il patrimonio aziendale (immobili e mobili) sono caratterizzati da un proprio valore, rilevante ed autonomo.*

## Metodi Redditali

Tali modelli di valutazione stimano il valore di un'azienda su basi puramente redditali, ovvero presuppongono che il valore venga determinato unicamente sulla base dei redditi che la stessa è in grado di generare. In tal senso si ha:

$$W = f(R)$$

il valore  $W$  dell'azienda è funzione del reddito  $R$ , da intendersi come il reddito previsionale medio prodotto annualmente dall'impresa in un certo orizzonte temporale.

La valutazione presuppone quindi la quantificazione della **capacità reddituale prospettica** (espressa da  $R$ ) e la definizione di un modello di calcolo che consenta di esprimere il valore dell'azienda in funzione di tale capacità attesa. Riguardo al modello di calcolo, si utilizza un comune modello di attualizzazione dei flussi di reddito previsionali, il cui parametro fondamentale è il tasso di attualizzazione al quale tali flussi vengono scontati.

La stima del reddito prospettico richiederebbe, a rigor di termini, lo sviluppo di un opportuno piano industriale, le cui proiezioni siano, eventualmente, integrate da dati storici, prendendo quindi in considerazione anche i redditi passati, rappresentati con opportune rettifiche (si pensi, ad esempio, a quei redditi prodotti per cause eccezionali e non ripetibili). Ciò non toglie che, a seconda delle esigenze e delle specifiche caratteristiche dell'azienda esaminata, la capacità reddituale della stessa possa essere stimata a partire dai soli dati consuntivi ovvero su basi puramente previsionali partendo dai dati consuntivi del Rendiconto al 31/07/2023 dell'Esercizio Provvisorio, come vedremo in seguito.

Per quanto concerne il margine economico che meglio esprime la capacità reddituale dell'azienda ai fini della valutazione, questo dipende dalle caratteristiche dell'azienda e può essere costituito alternativamente dall'Ebitda, dall'Ebit o dall'*utile*.

Il tasso di attualizzazione al quale i redditi vanno scontati è il costo del capitale proprio, che esprime il rendimento minimo che gli investitori si attendono come remunerazione del capitale proprio investito nell'azienda.

Per la stima del costo dell'Equity  $K_e$  si utilizza il modello del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), ovvero si ha:  $K_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$

Quantificato il reddito prospettico  $R$  e il costo del capitale proprio  $K_e$ , il valore dell'azienda può essere stimato operativamente con diverse metodologie:

- *metodo della rendita di durata definita*
- *metodo della rendita perpetua*
- *metodo reddituale complesso*

Le varie metodologie si fondano sulla comune assunzione che il valore dell'azienda sia pari al valore attuale dei redditi che questa è in grado di generare nel corso del tempo e che il valore attuale vada calcolato scontando i flussi reddituali al costo del capitale proprio  $K_e$ .

Con il **metodo della rendita a durata definita** si suppone che l'azienda sia in grado di generare un reddito annuo costante pari a  $R$  per un arco temporale limitato di  $n$  anni. Come enunciato, il valore dell'azienda sarà dato dalla somma dei redditi prodotti nel tempo attualizzati al costo del capitale proprio  $K_e$ . In tal caso la formula di attualizzazione si semplifica come segue:  $W = R a_{n|K_e} = R \frac{1-(1+K_e)^{-n}}{K_e}$

Al variare del numero di anni in cui si ipotizza che l'azienda sia in grado di generare redditi, cambierà chiaramente la valutazione.

Il **metodo della rendita perpetua** presuppone invece che l'attività sia capace di produrre annualmente redditi pari a  $R$  e che sia in grado di mantenere tale capacità reddituale per un arco di tempo indefinito. In tal caso il valore dell'azienda sarà dato da:  $W = \frac{R}{K_e}$

Una terza opzione è data dal **metodo reddituale complesso**, che parte non già dalla stima di un reddito medio  $R$  ma dalla quantificazione puntuale dei flussi di reddito  $R_t$  per ciascun periodo previsionale in un arco temporale di  $n$  anni. In base a tale ipotesi, il valore dell'azienda, al solito pari al valore attuale dei redditi scontati al costo del capitale proprio  $K_e$ , sarà dato dalla seguente relazione:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1 + K_e)^t}$$

La scelta tra le diverse tecniche di valutazione reddituale dipende dalle informazioni a disposizione e dalle caratteristiche specifiche dell'azienda che si sta valutando. A parità di reddito  $R$  e tasso  $K_e$  il risultato del metodo della rendita di durata definita tenderà a convergere con quello della rendita perpetua al crescere del numero di anni  $n$ . A differenza degli altri due, che richiedono la stima di una capacità reddituale media (espressa proprio da  $R$ ) il metodo reddituale complesso richiede preferibilmente lo sviluppo di un piano finanziario che definisca analiticamente la proiezione anno per anno del reddito di impresa atteso. I primi due metodi, invece, per quanto sia comunque da preferirsi la definizione di un piano previsionale, possono essere applicati anche lavorando sui soli dati storici ed inferendo da questi la capacità reddituale prospettica dell'azienda.

*Per quanto concerne il caso delle aziende alberghiere, la redditività può riferirsi sia alla gestione caratteristica (proventi da pernottamenti, da ristorazione, da utilizzo delle sale convegni, da catering ...) sia alla quota parte generata, nel corso di un determinato lasso temporale, dall'apprezzamento di valore della componente immobiliare.*

## Metodo Misto Patrimoniale – Reddituale

Per la stima del valore di mercato delle imprese in normale funzionamento<sup>1</sup>, particolarmente diffusi sono i metodi che, mediando tra i metodi patrimoniali e reddituali, vengono definiti misti.

L'applicazione di tali metodi appare particolarmente indicata per la valutazione delle aziende alberghiere, in ragione della rilevante componente patrimoniale tipica di tali realtà, senza tuttavia trascurare la componente reddituale.

Il metodo misto più elementare è il cosiddetto *metodo del valore medio*, il quale effettua una media tra valore patrimoniale (K) e reddituale con capitalizzazione illimitata (R/i):  $W = \frac{1}{2} (R / i + K)$

Particolarmente utilizzato risulta il metodo della capitalizzazione limitata del profitto medio, in applicazione del quale l'avviamento viene determinato come differenza tra il reddito medio prospettico dell'impresa e il reddito normale atteso del capitale investito in attività di pari rischio; tale differenza viene poi attualizzata per un determinato numero di anni ad un tasso d'interesse normale rispetto al tipo di investimento considerato. Il metodo in questione consente di tenere conto delle prospettive reddituali della società, che verrebbero invece trascurate nel caso di applicazione di metodi patrimoniali semplici, senza comportare le incertezze connesse all'applicazione di metodi reddituali puri. La formula è la seguente:

$$W = K' + a n - i' * (R - iK')$$

dove il valore di mercato (W) della società è determinato dalle seguenti componenti:

K' = Patrimonio netto rettificato;

R = reddito medio normale prospettico;

n = numero definito e limitato di anni;

i = tasso di capitalizzazione, espressione del rendimento degli investimenti nel settore, o in settori aventi il medesimo grado di rischio;

i' = tasso finanziario di attualizzazione del sovrarreddito, ovvero della differenza (R - iK').

*L'integrazione della stima patrimoniale con il valore dell'avviamento (positivo/goodwill o negativo/ badwill) dell'azienda può rendersi particolarmente opportuna quando la redditività aziendale presenta degli scostamenti (positivi o negativi) rispetto al livello considerato normale dagli investitori, espresso dal tasso di remunerazione atteso (i).*

## Metodo Finanziario

<sup>1</sup> L'odierna fattispecie potrebbe esserne ricompresa nella definizione, considerato che alla data attuale opera in Esercizio Provvisorio, autorizzato dagli organi della procedura.

Il metodo finanziario si basa sul principio per cui il valore di mercato di un'azienda è pari al valore attualizzato dei flussi di cassa che essa sarà in grado di generare. La determinazione dell'entità di tali flussi è di primaria importanza nell'applicazione del metodo e così pure la coerenza dei tassi di attualizzazione adottati.

La dottrina (soprattutto quella anglosassone) ritiene che il metodo finanziario sia la soluzione "ideale" della stima del valore economico per periodi limitati; non è infatti possibile effettuare stime attendibili dei flussi di cassa per periodi lunghi.

Si può procedere alla stima dei flussi di cassa attesi attraverso una proiezione dei flussi stessi normalizzati (F.C.) che utilizzi, alternativamente:

- una capitalizzazione illimitata  $W1 = F.C. / i$
- una capitalizzazione limitata  $W2 = F.C. a n-i$

ove  $W1$  e  $W2$  rappresentano il valore attuale dei flussi di cassa futuri.

Una volta determinato il valore attuale dei flussi di cassa, il calcolo del valore economico  $W$  dell'azienda che si intende valutare può corrispondere:

a) all'*unlevered cash flow method*:

$$\Sigma W = CF0 / WACC + VR - D$$

b) al *levered cash flow method*:

$$\Sigma W = CFn / Ke + VR - D$$

ove:

$\Sigma CF0 / WACC$  = valore attuale dei flussi di cassa operativi

$\Sigma CFn / Ke$  = valore attuale dei flussi di cassa netti

$VR$  = valore attuale del valore residuo (*terminal value*)

$D$  = posizione finanziaria netta (liquidità + crediti finanziari – debiti finanziari)

La differenza tra le due metodologie è data quindi dalla diversa accezione di flussi di cassa associati al debito e ai rimborsi di capitale.

Il valore residuo, se oggetto di apprezzamento, è il risultato dell'attualizzazione del valore attribuito al capitale dell'impresa funzionante al momento  $n$  (prima del quale i flussi di cassa erano stimati analiticamen-

te). È spesso una componente rilevante del valore globale  $W$  e tende a zero se l'orizzonte temporale della capitalizzazione è infinito ( $VR / \infty = 0$ ).

*Il metodo finanziario è estremamente soggettivo perché basa la quantificazione dei parametri su dati previsionali scelti dal valutatore (dati richiesti per preparare i conti economici previsionali, piani previsionali di sviluppo, piani previsionali del volume degli investimenti, ecc.). L'applicabilità pratica è spesso ristretta, sia per la complessità della valutazione che per la qualità dei risultati. Inoltre, nell'odierna fattispecie, la società non risulta aver predisposto piani finanziari a medio-lungo termine tali da permettere l'acquisizione dei risultati dei flussi di cassa attesi.*

## Metodi sintetici di mercato

Accanto ai metodi sopra descritti, altresì definiti "analitici", la dottrina e la prassi individuano dei metodi di stima, definiti "sintetici", basati su indicatori e multipli di mercato, che permettono di effettuare la determinazione del valore sulla base dell'osservazione di determinati parametri (es. Price/Earning) rinvenibili in società, per lo più quotate presso mercati regolamentati, prese a riferimento per l'intero settore di appartenenza.

Talora vengono utilizzate, nelle valutazioni per relazione, le negoziazioni confrontabili (comparables) di imprese appartenenti allo stesso settore merceologico, con caratteristiche simili (relativamente ai flussi di cassa, le vendite, i costi ...).

Tra i metodi empirici trova ampia diffusione anche il metodo del moltiplicatore dell'EBITDA, a cui va sommata algebricamente la posizione finanziaria netta, al fine di passare dalla stima dell'enterprise value (valore complessivo dell'azienda) a quella dell'equity value (valore del patrimonio netto, che esprime la congruità del corrispettivo di cessione per i soci della società che aliena il ramo d'azienda).

*Con specifico riferimento alle aziende alberghiere, nella scelta del moltiplicatore o delle transazioni comparabili, occorre tenere in considerazione, tra l'altro, del tipo di clientela, pregio delle strutture, servizi offerti, ubicazione, stato manutentivi, prezzo unitario per camera / posto letto, personale dipendente, qualità della cucina, periodo medio di pernottamento, ecc..*

# Procedure operative di valutazione

## Caratteristiche e peculiarità delle aziende alberghiere<sup>2</sup>

L'albergo (alloggio) o *hotel* (etimologicamente, *hostel* ovvero ostello), rappresenta un'impresa ricettiva che fornisce un alloggio previo pagamento, utilizzato solitamente per soggiorni di breve durata e specialmente dai turisti, ovvero per lavoro. Nelle loro diverse tipologie, si differenziano dai *motel* (normalmente posizionati lungo arterie di comunicazione, fuori dai centri urbani, con servizi anche di parcheggio per autovetture non sempre presenti in tutti gli alberghi), dai *residence* (in cui i soggiorni hanno tipicamente più lunga durata), dai *bed & breakfast* o dagli ostelli, di norma dedicati ai giovani.

Accanto alla funzione "alberghiera" di pernottamento, esistono spesso, e con diverse gradazioni, servizi complementari, come l'attività ristorativa (bar e ristoranti), attività sportive e ricreative (piscine, palestre, sale riunioni per *conventions* e incontri, ecc.). Alcuni *hotel* accettano animali o hanno servizi di ospitalità su misura.

La tipologia di clientela (turismo artistico, naturalistico, religioso, ecc.; clientela aziendale per fiere, convention, ecc.) e la stagionalità impattano sulla copertura dei costi fissi, i tempi di apertura e quindi, indirettamente, anche sulla valutazione.

La qualità degli alberghi, classificata in base alle stelle (da una a cinque o anche più, in funzione crescente del lusso), concorre come caratteristica distintiva a determinarne il valore.

L'evoluzione dell'industria alberghiera pone un accento crescente non solo sul collegamento dell'albergo con mezzi di trasporto (aeroporti, stazioni, autostrade, mezzi pubblici, ecc.), ma anche su servizi immateriali, relativi a postazioni *internet* (il *wi-fi*, spesso gratuito, è ormai ritenuto un *must*) e a canali di *marketing* e prenotazione sempre più orientati dal *web* (con numerosi siti specializzati, tipo *booking.com*; *expedia*, ecc.), anche attraverso recensioni di utenti (*tripadvisor*, ecc.).

Tra le componenti principali del valore, rileva la stima immobiliare del complesso alberghiero (i "muri" e le strutture recettive, spesso con parco annesso, ecc.), il valore della licenza alberghiera, oltre a parametri di *performance* (tasso di occupazione; marginalità e flussi di cassa, ecc.).

I servizi e le infrastrutture alberghiere sono tradizionalmente rappresentati da una *hall* con atrio d'ingresso, che, anche a livello visivo, costituisce il "biglietto da visita" dell'albergo (spesso preceduto da "sopralluoghi"

<sup>2</sup> Fonte: La valutazione delle aziende alberghiere (prof. R. Visconti, Gestione Economico-Aziendale).

virtuali sul *web*), la *reception* o *front office* per la registrazione (che negli alberghi più evoluti può essere fatta totalmente online, similmente a quanto avviene per il *web check in* degli aerei), le aree comuni interne (*bar*, ristorante, sala soggiorno, ecc.) ed esterne, le aree tecniche e di servizio, non accessibili ai clienti, i piani camere e le camere con zona letti e cellula bagno. Tutti questi parametri incidono nella valutazione.

Il fatturato generato per camera disponibile (*revenue per available room*) è un tradizionale indicatore di settore, che consente di effettuare anche comparazioni tra alberghi differenti, stabilendo il valore economico di una singola camera, anche in funzione dell'*occupancy rate* e del connesso numero di camere vendute (*room nights*). La percentuale di occupazione, moltiplicata per il prezzo medio della camera, fornisce il citato *revenue per available room*.

Il *mix volumi/margini* tiene conto anche di convenzioni con aziende, che garantiscono determinati tassi di occupazione a fronte di una scontistica preconcordata. Anche le convenzioni rappresentano un elemento dell'avviamento dell'albergo.

Nella valutazione, che considera la *performance* anche con tecniche prospettiche di *budgeting*, rileva anche l'eventuale appartenenza ad una catena alberghiera, spesso internazionale, che incide, tra gli altri, a livello di *brand awareness* e notorietà, con un effetto di fidelizzazione della clientela. Rileva, in tale ambito, anche la valutazione del marchio alberghiero e ogni informazione in tema di *customer satisfaction* (ad es. tramite siti tipo *tripadvisor*).

## La scelta dei criteri di valutazione

Ai fini della scelta del criterio di valutazione più adatto sono stati considerati diversi elementi quali la finalità della valutazione, le caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione, la prassi valutativa relativa al settore di riferimento, le informazioni ed i dati contabili disponibili. In particolare, riferisce che la società, dall'esercizio finanziario 2017, ha adottato il regime contabile della contabilità semplificata ex art. 18 DPR 600/73, pertanto, non obbligata alla formazione e deposito dei bilanci di esercizio. La circostanza ha reso complicato e meno fruibile i risultati derivanti dall'applicazione dei diversi metodi di valutazione prospettati, dovendo escludere taluni a favore di quelli prescelti. Per gli effetti sono stati utilizzati:

- i dati a consuntivo dei conti economici degli ultimi cinque esercizi, a decorrere dal 2018 sino al 2022
- il rendiconto dell'Esercizio Provvisorio al 31/07/2023
- il registro beni ammortizzabili (aggiornato dalla società al 31/12/2021).





The table contains multiple rows of data. The top section has several rows with blacked-out text. A grey bar highlights a row in the middle section. Below this, there is a large section with many rows, most of which have light blue backgrounds. The bottom section has a few more rows with blacked-out text. The overall structure is that of a detailed financial statement.

## Parametri di riferimento

### Beta<sup>3</sup>

	Personalizzato	Unlevered Beta del settore (2023)	0,97
Metodo per la scelta del Beta			
Average Unlevered Beta	0,67		
Average Levered Beta	0,88		
Total Unlevered Beta	3,54		
Total Levered Beta	4,68		
<b>Beta Calcolato</b>	<b>0,97</b>		

### Tasso di capitalizzazione (i)<sup>4</sup>

Metodo per il calcolo del tasso	Ke
$Ke = rf + \text{Beta} * (rm - rf)$	5,74%
$wacc = E/(E+D)*Ke + D/(E+D)*Kd*(1-t)$	5,74%
<b>rf</b> (risk free)	4,16%
<b>rm</b> (rischio atteso di mercato)	5,79%
D (valore corrente Debt)	
E (valore corrente Equity)	1,00
t (aliquota fiscale imp. Dirette)	0,0%
Kd (costo capitale di terzi)	4,86%
<b>Tasso di capitalizzazione calcolato</b>	<b>5,74%</b>

### Tasso di attualizzazione (i')<sup>5</sup>

Tasso risk free (rf)	4,16%
Maggiorazione per invest. azionario	10%
<b>Tasso attualizzazione<sup>5</sup> calcolato</b>	<b>14,16%</b>

Ai fini della stima del costo del capitale proprio, si considera un tasso degli investimenti privi di rischio (rf, risk free) pari a 4,16%<sup>6</sup>, un premio di mercato per il rischio (rm, rischio atteso di mercato) pari a 5,79%<sup>7</sup> e un coefficiente beta unlevered di 0,97<sup>8</sup>. In relazione alla stima del costo del capitale di debito, si assume che

<sup>3</sup> **Beta**: è la misura del rapporto tra il grado di variabilità del rendimento di un'azione rispetto alle variazioni del mercato azionario nel suo complesso.

<sup>4</sup> **Tasso di capitalizzazione (i)**: ovvero Ke, esprime il rendimento atteso del capitale, tenuto conto del livello di rischio al quale il medesimo è esposto.

<sup>5</sup> **Tasso di attualizzazione (i')**: permette di determinare il valore del capitale economico riportando i diversi flussi al periodo di valutazione.

<sup>6</sup> **Risk Free**: esprime il tasso di rendimento netto di un titolo privo di rischio che per il mercato italiano può essere rappresentato dal BTP a 10 anni (fonte: Banca d'Italia, luglio 2023).

<sup>7</sup> **Equity Risk Premium** (rm ovvero ERP): esprime il rischio normale richiesto dal mercato, secondo le stime dell'analista indiano prof. Aswath Damodaran.

<sup>8</sup> Beta unlevered settore "Hotel/Gaming" secondo le stime dell'analista indiano prof. Aswath Damodaran.

l'azienda sia in grado di finanziarsi ad un tasso del 4,86%<sup>9</sup> che, considerato al netto dell'effetto fiscale, risulta pari a 5,74%.

Tasso Risk Free (Rf)	4,16%
Equity Risk Premium (rm ovvero ERP)	5,79%
Beta Unlevered (Bu)	0,97
Costo del debito (Kd)	4,86%
Scelta del Beta	Beta Unlevered
Debito (D)	Pfn

## Determinazione del valore economico dell'Azienda

La determinazione del valore economico di commercio dell'azienda, secondo i diversi metodi scelti, è il seguente.

### Metodo reddituale del reddito prospettico (a dati storici)

Il metodo prescelto è quello analitico della rendita perpetua, che partendo dai dati storici di cui alle tabelle che precedono, restituisce un valore pari ad euro 486.718,88.

<b>Metodo della ponderazione</b>	
Metodo del reddito prospettico	
Reddito prospettico (se diverso da metodo della ponderazione)	
<b>Reddito effettivo</b>	
% Fiscalità latente	0,00%
Tassazione latente	0,00
<b>Reddito Medio Atteso (R)</b>	

Variabile	Valore
R	
i	5,74%
n	
a   n, i'	7,45

<b>Metodo analitico con rendita perpetua</b>	
R / i	<b>486.718,88</b>

<sup>9</sup> Tasso medio mutui alle imprese (Milano Finanze, giugno 2023).

L'utilizzo dei dati storici, come è facile intuire, ha prodotto un risultato poco attendibile, considerato che, fatto eccezione per gli anni 2018 e 2021, [REDACTED] per gli altri periodi, complice l'emergenza sanitaria da Covid-19 dal 2020 e la guerra Russia/Ucraina a partire dallo scorso anno, si sono registrati dati poco apprezzabili e finanche negativi (si segnala il 2022 in particolare, ultimo esercizio finanziario prima della sentenza dichiarativa di Liquidazione Giudiziale).

### Metodo reddituale del reddito prospettico (a dati previsionali)

Pertanto, a parere di chi scrive, ben più significativa appare una proiezione utilizzando dati previsionali quinquennali, prudenzialmente mantenuti costanti e pari all'ultima annualità registrata positiva (2021) con un risultato ante imposte [REDACTED]

Invero il dato è molto prudentiale considerato la comparabilità "reale" con i dati del Rendiconto al 31/07/2023 dell'Esercizio Provvisorio d'impresa che ha registrato un utile [REDACTED] con soli 63 giorni di esercizio, che riparametrato all'annualità restituisce [REDACTED]

L'applicazione, quindi, del metodo indicato, a dati previsionali e prudenziali come sopra specificato, restituisce un valore pari ad **euro 1.207.250,04**.

<b>Metodo del reddito prospettico</b>	[REDACTED]
Reddito prospettico (se diverso da metodo della ponderazione)	[REDACTED]
<b>Reddito effettivo</b>	[REDACTED]
% Fiscalità latente	0,00%
Tassazione latente	0,00
<b>Reddito Medio Atteso (R)</b>	[REDACTED]

Variabile	Valore
R	[REDACTED]
i	5,74%
n	10
a n, i'	7,45

<b>Metodo analitico con rendita perpetua</b>	
R / i	<b>1.207.250,04</b>

## Metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale parte dai dati consuntivi dell'azienda che, come già evidenziato, ha tenuto la contabilità semplificata, pertanto non obbligata alla formazione e deposito dei bilanci di esercizio.

Pertanto la rettifica che impone tale metodo, in funzione soprattutto dell'obiettivo del presente elaborato ed il contesto di una società in Liquidazione Giudiziale, nella quale gli organi della procedura provvederanno alla liquidazione dell'asset privo di pesi (finanziari e amministrativi), si sostanzia nella valorizzazione del solo patrimonio mobiliare ed immobiliare della società, così stimato dal tecnico della procedura Ing. R. Rinaldi:

- immobili euro 900.000,00
- beni mobili e attrezzature euro 34.230,50

per un valore totale pari ad **euro 934.230,50**.

Variabile	Valore
Capitale netto a valori di mercato	934.230,50
Valore attuale beni leasing	-
Tassazione latente	-
Capitale netto rettificato (K)	934.230,50

Metodo patrimoniale	
Capitale netto rettificato (K)	<b>934.230,50</b>

## Metodo misto patrimoniale-reddituale (al valore medio)

Tale metodo restituisce un valore pari ad **euro 942.067,62**.

Variabile	Valore	
R	69.309,43	
i		5,74%
n		10
K	934.230,46	
i'		14%
a   n, i'	5,18	

Avviamento positivo (negativo)	
$(R - i * K)$	15.674,33

Metodo del valor medio	
$K + Avv./2$	<b>942.067,62</b>

## Ponderazione e risultato finale

Lo scrivente, infine, ha operato una ponderazione dei risultati, con peso preminente a quello reddituale (90/100) e residuale agli altri due (05/100 ciascuno), che ha restituito un valore di stima dell'azienda, arrotondato, pari ad **euro 1.200.000,00**.

Metodo	Valore	% ponderazione	Valore ponderato
Metodo Reddituale	1.207.250,04	90	108.652.503,60
Metodo patrimoniale	934.230,50	5	4.671.152,50
Metodo Misto	942.067,62	5	4.710.338,10
		100	118.033.994,20
<b>Valore ponderato</b>	<b>1.180.339,94</b>		

## Stima del valore locativo

Il tema dell'affitto d'azienda nell'ambito delle procedure concorsuali<sup>10</sup> è stato oggetto di numerose trattazioni e approfondimenti dottrinali con l'intento di definire un canone economicamente adeguato alla procedura.

La dottrina ha proposto varie metodologie:

- il canone congruo potrebbe essere calcolato come prodotto tra il valore del capitale economico e un tasso di remunerazione del capitale investito nell'azienda locata. Il valore del capitale economico andrebbe determinato facendo ricorso a grandezze stock e non a grandezze flusso in quanto i flussi attesi rappresenterebbero l'incognita da determinare producendo problemi di circolarità. Per tale motivazione, sarebbe preferibile stimare il valore economico con metodi patrimoniali complessi ossia aggiungendo al patrimonio netto rettificato il valore dei beni immateriali non contabilizzati. Circa il tasso di remunerazione, esso andrebbe calcolato utilizzando il Capital Asset Pricing Model (C.A.P.M.) oppure la regola empirica di Stoccarda. In caso di fallimento, bisognerebbe sottrarre dal valore, l'ammontare di una correzione reddituale, quantificata attualizzando i differenziali tra redditi congrui e redditi normalizzati realizzabili nei successivi 3-5 esercizi;
- il canone congruo, nel caso di un affitto deciso nell'ambito di una procedura fallimentare, potrebbe essere quantificato calcolando il prodotto tra il valore dell'azienda determinato secondo il metodo patrimoniale e una percentuale che dovrebbe essere inversamente proporzionale alla deperibilità delle componenti immateriali d'azienda e andrebbe determinata in un intervallo compreso tra zero e la redditività normale di settore;
- il canone congruo dovrebbe essere determinato come prodotto tra il valore d'uso del patrimonio locato e un tasso di congrua remunerazione dell'investimento effettuato. Il valore d'uso andrebbe quantificato attualizzando i flussi attesi dal capitale dell'azienda oggetto del contratto di affitto. Circa il tasso di congrua remunerazione, esso dovrebbe essere determinato considerando innanzitutto il rischio di insolvenza del conduttore ossia l'alea legata alla possibilità che non sia in grado di fronteggiare gli impegni assunti con l'accordo. Il che dipende, da un lato, dalla situazione economico-finanziaria dell'affittuario, dall'altro, dalle garanzie che assistono il contratto. Inoltre, qualora le differenze inventariali che si manifestano dall'inizio alla fine del contratto non vengano determinate con riferimento alla variazione di capitale economico, ma solamente in relazione alle modifiche nelle consistenze patrimoniali, il locatore sopporta anche un rischio

---

<sup>10</sup> Fonte: "La determinazione del canone congruo di locazione d'azienda nelle procedure concorsuali" (documento del CNDCEC, marzo 2016).



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

Tutte le metodologie, si evidenzia, concordano sulla quantificazione del **corrispettivo pari al prodotto tra il valore dell'azienda e un appropriato tasso di rendimento**. Ovvero, applicando la formula:

$$C = iW$$

dove:

C = canone di locazione

i = tasso di rendimento

W = valore dell'azienda

Il **tasso di rendimento** può tendenzialmente coincidere con il *free risk rate* (tasso d'interesse privo di rischio) quando il rischio operativo è contenuto e il conduttore ha solidità patrimoniale. Nella situazione opposta, con rischio operativo elevato e poca solidità patrimoniale del conduttore, il tasso non può superare il *costo del capitale*, determinato sulla base di dati medi del settore di riferimento.

Considerata l'analisi fatta in sede di stima del valore economico di commercio dell'azienda, disponiamo di entrambi i dati, che individuano appunto un *range*:

- free risk rate = 4,16%

- Ke = 5,74%

Per quanto riguarda l'altra grandezza, il **valore dell'azienda**, possono essere utilizzati i valori di stima determinati applicando i metodi scelti nell'analisi sviluppata nei paragrafi precedenti:

- euro 1.207.250,04

- euro 934.230,50

- euro 942.067,62

Operando una media semplice per ciascun tasso *i* e, successivamente, una media tra i due valori di *range*, la valutazione restituisce un canone locativo mensile dell'azienda, arrotondato, pari ad **euro 4.200,00 oltre IVA**.

Valore	i	i
	free risk rate	Ke
	4,16%	5,74%
1.207.250,04	50.221,60	69.296,15
934.230,50	38.863,99	53.624,83
942.067,62	39.190,01	54.074,68
	128.275,60	176.995,66
media per canoni in base ad <i>i</i>	42.758,53	58.998,55
<i>canone locativo annuale</i>		50.878,54
<i>canone locativo mensile</i>		4.239,88

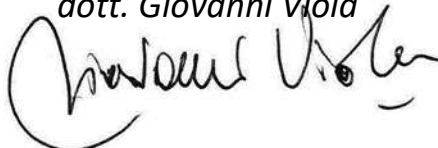
## Conclusioni

Il sottoscritto esperto stimatore, tenuto conto di tutti i criteri e metodi illustrati nonché delle criticità e dei limiti delle procedure adottate, in risposta ai quesiti assegnati in sede di conferimento dell'incarico, ha così quantificato:

<b>VALORE DI COMMERCIO DELL'AZIENDA</b> [REDACTED]	
	<b>€ 1.200.000,00</b>
<b>VALORE LOCATIVO (CANONE) MENSILE</b>	<b>€ 4.200,00 oltre IVA</b>

Lucera, lì 13 settembre 2023

**L'ESPERTO STIMATORE**

dott. Giovanni Viola  


Firmato digitalmente da:  
VIOLA GIOVANNI  
Data: 13/09/2023 08:48:40

---

*Allegati:*

1. Decreto nomina a perito del GD dott.ssa C. Lazzara del 20/06/2023;
2. Visura camerale storica e Atto costitutivo società;
3. Conti Economici 2018 - 2022;
4. Dichiarazioni dei Redditi mod. SP e Dichiarazioni Irap anni d'imposta 2019-2020-2021;
5. Registro Beni Ammortizzabili;
6. Relazione di stima dei beni mobili ed immobili Ing. R. Rinaldi;
7. Rendiconto Esercizio Provvisorio al 31/07/2023.