

Tribunale di Bergamo  
Seconda Sezione Civile – Fallimentare

**RELAZIONE DI STIMA DEL RAMO D'AZIENDA  
"SWEET MOTEL"**

già di proprietà della Società

I.C.I. INIZIATIVE COMMERCIALI IMMOBILIARI S.R.L.  
in fallimento R.F. 55/2022

dottor Giacomo Andreoletti



## Sommario

1	Introduzione.....	1
1.1	Conferimento dell'incarico .....	1
1.2	Obiettivi della valutazione .....	1
1.3	Periodo di riferimento .....	1
2	Breve Storia della Società .....	1
3	Documenti acquisiti .....	2
4	Consistenza dell'azienda oggetto di stima.....	3
5	Mercato di riferimento .....	4
6	Metodi di valutazione aziendale.....	4
6.1	Il metodo finanziario.....	5
6.2	Il metodo reddituale .....	6
6.3	Il metodo Patrimoniale .....	6
6.4	Il metodo misto Patrimoniale - Reddituale.....	7
6.5	I metodi sintetici di mercato .....	8
7	La scelta del metodo di valutazione .....	8
8	Valutazione risultante dall'applicazione del metodo Misto Patrimoniale – Reddituale .....	9
9	Metodi di confronto.....	15
10	Conclusioni.....	15



## 1 Introduzione

### 1.1 Conferimento dell'incarico

Con istanza depositata in data 4 giugno 2022, il dottor Nicola Ascari, curatore del fallimento I.C.I. INIZIATIVE COMMERCIALI IMMOBILIARI S.R.L. (di seguito anche "società" o "affittante"), dichiarato dal Tribunale di Bergamo con sentenza pubblicata il giorno 11 aprile 2022, ha chiesto ed ottenuto autorizzazione alla nomina del sottoscritto dottor Giacomo Andreoletti, iscritto all'ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Bergamo al n. 1634/A ed al Registro dei Revisori Legali al n. 166464 con D.M. 4.7.2012, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n. 55 del 17.7.2012, quale perito estimatore dell'azienda acquisita all'attivo del fallimento, operante nel Comune di Verdello (BG), Strada Provinciale Francesca al km 6.

### 1.2 Obiettivi della valutazione

La valutazione è diretta ad accertare il valore dell'azienda alberghiera nell'ipotesi di cessione a terzi, al fine di fornire un valore di riferimento per l'espletamento delle procedure competitive previste dall'art. 107 L.F., funzionali al realizzo dell'attivo fallimentare.

Il sottoscritto intende evidenziare che la valutazione viene formulata tenendo conto che l'azienda verrà venduta in ambito fallimentare, pertanto senza le garanzie legislativamente previste e nel quadro di un processo di dismissione forzata di un ramo d'azienda (operante nel settore alberghiero – in particolare "love motel"), costituita da un immobile, da un complesso organizzato di arredi e attrezzature, nonché dalle immobilizzazioni immateriali e dai contratti stipulati per il suo esercizio, esclusi i crediti ed i debiti.

### 1.3 Periodo di riferimento

La valutazione si intende riferita al 30.6.2022 ed è basata sulla documentazione meglio dettagliata al successivo paragrafo n. 3, al quale si rimanda per maggior dettaglio.

## 2 Breve Storia della Società

La società ha per oggetto:

- l'acquisto, la vendita e la permuta di suoli e di edifici da demolire e ricostruire;*
- la costruzione con il sistema dell'appalto per conto terzi o con il conferimento dell'appalto a terzi o, infine, con la gestione diretta di opere edilizie ed affini, di interesse pubblico o privato di edifici destinati a case per abitazione e negozi, di opifici industriali, di strade, di ponti, di opere pubbliche in genere, di edifici alberghieri;*
- la vendita e la permuta di appartamenti e negozi con altri beni e diritti immobiliari, la locazione di tali beni;*
- il commercio e la vendita di materiali e macchine edili in genere;*
- la somministrazione al pubblico di alimenti e bevande comprese quelle alcoliche e superalcoliche di qualsiasi gradazione, nonché di latte, genere di pasticceria e gelateria, di dolci e di prodotti di gastronomia anche per asporto e mediante apparecchi di distribuzione automatica o in forma di self-service e l'esercizio in generale di esercizi pubblici quali a puro titolo esemplificativo e non esaustivo, bar, caffè, latterie, gelaterie,*

*pasticcerie, birrerie, ristoranti, trattorie, rosticcerie, pizzerie, tavole calde, osterie con o senza cucina, spacci analcolici, sala da gioco con o senza locali da ballo, discoteche, bowling, alberghi, locande e pensioni;*  
– *l'organizzazione logistica per l'approntamento di strutture ricettive e per le imprese del settore edile, compresa la ricerca e la selezione degli approvvigionamenti.*”

La Proprietaria del ramo d'azienda è stata costituita il 26/2/1996 con sede legale a Comun Nuovo (BG) in via Torquato Tasso n. 16, e con capitale sociale pari a lire 20.000.000, suddiviso tra i soci (51%), (40%), (9%).

La compagine sociale è variata nel susseguirsi degli anni, ed alla data di fallimento era costituita da P GROUP SRL (94%), IMMOBILIARE P.L.D. SRL (2%), IBI INIZIATIVE IMMOBILIARI SRL (2%), G.I.P. GESTIONI IMMOBILIARI SRL (2%).

In sede di costituzione l'amministrazione è stata affidata all'amministratore unico sig. dimessosi e sostituito, dal 13/10/2004, dal sig. dotati entrambi, ai sensi di statuto, dei soli poteri di ordinaria amministrazione, essendo riservati all'assemblea dei soci gli atti di straordinaria amministrazione.

La società è stata costituita per operare nel settore immobiliare, realizzando un'unica iniziativa a Stezzano di 26 appartamenti, terminata nel 2011, anno nel quale sono stati registrati gli ultimi ricavi di vendita.

Tra il 2012 ed il 2014, al fine di realizzare una struttura ricettiva da destinare a Motel, completata nel 2015 e denominata “Sweet Motel”, ICI stipulò diversi e consistenti contratti di mutuo con Veneto Banca, dapprima ipotecari pari ad euro 6.900.000 ed euro 1.700.000,00, con prefinanziamento per euro 500.000,00, ed in seguito, al fine del completamento della struttura recettizia, due mutui di cui uno ipotecario per euro 750.000,00 ed uno chirografario per euro 500.000,00.

Le difficoltà finanziarie incontrate sino a quel momento (crisi immobiliare iniziata nel 2008) e l'elevata onerosità della struttura ricettiva, hanno portato, dopo varie vicissitudini, a depositare, per il tramite del proprio legale, istanza di fallimento in proprio. Il Tribunale di Bergamo ha dichiarato il fallimento il successivo 30/3/2022 (sentenza pubblicata il successivo 11/4/2022).

### 3 Documenti acquisiti

Lo scrivente ha esperito un accesso presso la struttura ricettiva, con lo scopo di verificare lo stato dei luoghi e al fine di acquisire le informazioni ritenute utili all'analisi della gestione dell'impresa alberghiera. In quella occasione, sono state visionate le varie tipologie di camere e le parti comuni. Sono state inoltre richieste una serie di informazioni relative alla gestione nel periodo intercorrente tra il 2018 e il 2022, in particolare:

- Conto economico periodi 2018 – 20.4.2022, successivamente aggiornato al 31.7.2022;
- Tariffario medio applicato per tipologia di camera e stagionalità;
- Tasso medio di occupazione delle camere negli esercizi oggetto di indagine;

Inoltre è stato richiesto al Curatore:

- Verbale di inventario della fallita;
- Libro cespiti;

- perizia estimativa immobiliare e mobiliare del geometra Nadia Lorenzi, CTU incaricata dal curatore fallimentare;
- Contratto di affitto di azienda sottoscritto in data 7.5.2018 tra la fallita e l'affittuaria e successivi adeguamenti;
- Perizia elaborata dalla società \_\_\_\_\_ commissionata dalla fallita, allora *in bonis*;

Il sottoscritto ha anche ottenuto informazioni di settore ed economico-patrimoniali da altre società, indicate dai gestori dell'affittuaria quali potenziali concorrenti, per posizionamento geografico e comparabilità delle strutture.

#### 4 Consistenza dell'azienda oggetto di stima

L'oggetto della presente valutazione consta di un ramo di azienda esercente l'attività ricettizia di Motel, la cui denominazione è "*Sweet Motel*", posta a sud del centro abitato di Verdello (BG).

La struttura si compone di n. 54 camere, ognuna a tema dedicato, oltre a locali comuni e di servizio tipici di analoghe strutture ricettive, quali reception, bar-sala colazioni, dispensa, uffici, posti auto coperti e scoperti, sala riunioni.

Il perimetro aziendale include inoltre arredi, attrezzature ed elettrodomestici meglio identificati nelle perizie di stima redatte dal geometra Nadia Lorenzi, alle quali si rimanda per non appesantire inutilmente il presente elaborato, oltre a tutti i contratti attivi e passivi, le licenze e le obbligazioni già menzionati nel contratto di affitto d'azienda sottoscritto in data 7 maggio 2018 a firma Notaio Giannetta, nonché nei successivi documenti modificativi sottoscritti in data 2 dicembre 2021 e 14 settembre 2022.

Nel ramo d'azienda risultano impiegate n. 7 persone, tutte assunte dalla società affittuaria GHP S.r.l. e i cui contratti di lavoro – precedentemente stipulati con la concedente - sono stati cessati precedentemente alla sottoscrizione del primo contratto di affitto, datato 7.5.2018.

Il contratto attualmente in essere prevede, in sintesi:

- Canone annuo per l'affitto del ramo d'azienda pari ad euro 175.000,00 oltre I.V.A. a decorrere dal giorno 1.07.2022 e sino al 31.12.2023, con automatico rinnovo ogni successivo anno;
- In caso di vendita del ramo, la concedente potrà recedere dal contratto liberamente, in ogni momento e senza obbligo di giustificazione, previo opportuno preavviso minimo di tre mesi;
- In caso di riduzione, per almeno due mesi consecutivi, del fatturato al di sotto degli 80.000,00 euro mensili, l'affittuaria potrà recedere dal contratto liberamente e senza obbligo di giustificazione, con preavviso minimo di tre mesi.

Il ramo d'azienda comprende altresì immobilizzazioni immateriali, quali *software*, spese di pubblicità ante 2016 e Concessioni, Licenze e Marchi, dal residuo valore contabile interamente svalutato, presumibilmente a seguito della decisione di presentare istanza di fallimento in proprio. La valutazione di tali attività, pertanto, è stata prudenzialmente considerata nulla dallo scrivente.

## 5 Mercato di riferimento

Constate l'ubicazione, le caratteristiche dimensionali e qualitative delle camere, degli spazi comuni e l'attività esercitata, l'azienda si rivolge ad un mercato quasi esclusivamente provinciale. Qualche eccezione, come riferito dagli attuali affittuari del ramo d'azienda, può verificarsi in occasione di grandi eventi milanesi di ampio respiro internazionale, come ad esempio il Salone del Mobile, durante i quali capita di ospitare anche clienti *business*. In effetti, le camere cosiddette “*comfort*”, ovvero le più piccole, presentano caratteristiche del tutto standard e curate, ben lontane dall'immaginario comune di *love motel*; mentre al crescere della metratura, del prezzo e delle dotazioni delle camere, aumenta il grado di personalizzazione, con elementi decorativi a tema che differiscono per ogni unità.

Sul piano nazionale, Italian Hotel Monitor conferma che *“nonostante le difficoltà congiunturali che stanno colpendo l'economia italiana, il settore alberghiero nazionale continua a ridurre la distanza con le performance registrate nel 2019. A partire dalla fine del mese di aprile (2022 n.d.r.), i segnali positivi si sono via via rafforzati e al momento le prime indicazioni consuntive che arrivano per il mese di luglio e l'andamento delle prenotazioni per agosto segnano mediamente dei risultati superiori rispetto allo stesso periodo del 2019 [...]”*<sup>1</sup>.

Lo scrivente non può in effetti non considerare anche le complicazioni che possono causare gli aumenti indiscriminati dei prezzi dell'energia di cui si sta parlando incessantemente da qualche mese.

Tuttavia, va ricordato che l'aumento del prezzo delle componenti gas ed energia è iniziato nel III e IV trimestre 2021 e, pertanto, una parte dei rincari è già contenuta nei risultati di tale esercizio, nonché nel primo semestre del 2022. Tale aspetto verrà sicuramente preso in considerazione nel calcolo della redditività media annua normalizzata.

Cionondimeno, non si possono escludere in un futuro ulteriori fluttuazioni, positive o negative, ascrivibili a ragioni di mercato o ad eventuali interventi governativi.

## 6 Metodi di valutazione aziendale

Vengono di seguito sinteticamente illustrate le diverse metodologie di valutazione delle aziende, anche al fine di individuare le particolari caratteristiche delle aziende alberghiere relativamente a ciascun metodo.

Per la ricerca del valore di mercato di un'azienda, sia la dottrina che la prassi più accreditate, hanno sviluppato nel tempo criteri e metodi valutativi di generale accettazione e utilizzo (fermo restando il carattere peculiare di ogni stima). I metodi più noti e adottati nella pratica delle valutazioni di aziende si possono sostanzialmente suddividere in cinque diversi macro-gruppi:

- metodi finanziari;
- metodi patrimoniali;
- metodi reddituali;
- metodi misti patrimoniali-reddituali;
- metodi empirici (ad es., transazioni comparabili).

---

<sup>1</sup>[www.trademarkitalia.com](http://www.trademarkitalia.com) “Italian Hotel Monitor, primi sei mesi del 2022 in forte ripresa”.

## 6.1 Il metodo finanziario

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.

In sostanza, si tratta di considerare l'impresa oggetto di valutazione alla stregua di un particolare complesso di investimento, che rende nella misura in cui garantisce il recupero dei fondi inizialmente destinati.

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

- a) una capitalizzazione illimitata  $W1 = F.C. / i$ ;
- b) una capitalizzazione limitata  $W2 = F.C. \cdot a_{n-i}$

ove:

- $W1$  e  $W2$  rappresentano il valore attuale dei flussi di cassa futuri;
- $i$  rappresenta il tasso di valutazione;
- $n$  il numero di anni.

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

- 1) all'unlevered cash flow method:

$$W = \sum (CF_0 / WACC) + VR - D$$

- 2) al levered cash flow method:

$$W = \sum (CF_n / Ke) + VR$$

ove:

- $\sum CF_0 / WACC$  = valore attuale dei flussi di cassa operativi
- $\sum CF_n / Ke$  = valore attuale dei flussi di cassa netti
- $VR$  = valore attuale del valore residuo (terminal value)
- $D$  = posizione finanziaria netta (liquidità + crediti finanziari – debiti finanziari)

Tuttavia, spesso, la quantificazione dei flussi monetari futuri risulta particolarmente soggettiva e complessa. A ciò si aggiunge la necessità di prevedere, nell'applicazione del metodo, le operazioni di investimento (nuovi acquisti e dismissioni) e di indebitamento (accensioni di finanziamenti e rimborsi). Tali operazioni non sempre sono facilmente esperibili con un buon grado di attendibilità e certezza.



## 6.2 Il metodo reddituale

Il metodo reddituale si fonda sul principio in base al quale il valore di un'azienda è funzione della sua capacità prospettica di produrre reddito. Il valore del capitale economico, si ottiene attualizzando i risultati economici futuri.

In ipotesi di redditi futuri di durata illimitata, il valore del capitale economico può essere espresso con la formula:

$$W = R / i$$

Ove:

W = valore dell'azienda;

R = reddito normale atteso;

i = tasso di remunerazione.

Negli ultimi anni è sempre più diffuso il ricorso all'ipotesi di durata illimitata del reddito in quanto, oltre un certo numero di anni, la differenza di valore tra rendita definita e indefinita diventa trascurabile.

Nel caso di durata limitata dei redditi (R), essi vengono attualizzati per un periodo definito (n) di anni (da 3-5 fino a 10) ad un tasso di capitalizzazione i (tasso opportunità equivalente al rendimento offerto da investimenti alternativi con lo stesso grado di rischio). Il valore di mercato (W) sarà così determinabile:

$$W = R * a_{n-i}$$

Il tasso di remunerazione (i) rappresenta il rendimento dell'investimento, tenuto conto del rischio. Nella scelta del tasso, si deve quindi tenere conto della remunerazione di un investimento privo di rischio a cui aggiungere l'apprezzamento del rischio insito nell'investimento stesso, tipico del settore economico di riferimento.

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

## 6.3 Il metodo Patrimoniale

Il metodo Patrimoniale si fonda sul principio in base al quale il valore di un'azienda coincide con il valore del suo patrimonio espresso a valori correnti.

In altre parole, il valore è dato dal prezzo che si dovrebbe pagare per riacquistare tutte le attività, al netto delle passività, alla data di valutazione. Il punto di partenza per la valutazione è la valorizzazione di tutte le attività patrimoniali (ad es. cespiti, immobili, attrezzature e macchinari) ad una data prossima a quella di stima, da rettificare per tenere conto dei valori correnti delle passività (siano esse effettive o latenti) dell'azienda stessa.

Il metodo risulta oggi poco utilizzato in quanto non tiene conto di una evoluzione prospettica dell'azienda nel tempo, ancorché risulta ancora il metodo più indicato per la valutazione delle imprese immobiliari di



gestione pura, nelle quali la componente immobiliare (patrimoniale) è prevalente rispetto a quella reddituale.

Può essere semplice o complesso, che può essere comprensivo del valore dei beni immateriali, anche non contabilizzati. La formula proposta dalla dottrina è la seguente:

$$W = K + (K' - t)$$

ove:

W = valore di mercato della società;

K = Patrimonio netto contabile (equity book value);

K' = rettifiche apportate al Patrimonio netto;

K + (K' - t) = Patrimonio netto rettificato;

t = (eventuali) effetti fiscali delle rettifiche.

Con riferimento alla valutazione delle aziende alberghiere, il metodo in commento appare poco utilizzabile, in quanto non valorizza adeguatamente la redditività nel tempo.

#### 6.4 Il metodo misto Patrimoniale - Reddituale

Il metodo Patrimoniale trascura la valutazione della redditività futura dell'azienda, il metodo Reddituale trascura la valutazione della consistenza patrimoniale. Il metodo "misto" rappresenta una sintesi tra i due procedimenti precedenti con l'obiettivo di esprimere il valore dell'azienda in funzione sia del patrimonio che del reddito.

L'applicazione di tale metodo appare particolarmente indicata, in ragione della rilevante componente patrimoniale tipica delle realtà alberghiere, 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 nel tempo (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 remunerazione, espressione del rendimento degli investimenti nel settore, o in settori aventi il medesimo grado di rischio, come già esposto nei precedenti paragrafi;

i' = tasso finanziario di attualizzazione del sovra reddito, ovvero della differenza (R - iK'). Rappresenta il puro compenso per il trascorrere del tempo: non tiene conto del premio per il rischio d'impresa.

## 6.5 I 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/Earnings*) 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 ...).

Con specifico riferimento alle aziende alberghiere, nella scelta del moltiplicatore o delle transazioni comparabili, occorre tenere in considerazione, tra l'altro, di:

- tipo di clientela;
- pregio delle strutture;
- servizi offerti;
- ubicazione;
- stato manutentivo;
- prezzo unitario per camera / posto letto;
- personale dipendente;
- qualità della cucina;
- periodo medio di pernottamento.

Tale metodo appare poco utilizzabile per valutare realtà che non sono quotate su mercati regolamentati o che sono difficilmente confrontabili (per dimensioni o caratteristiche intrinseche) con altre che lo sono.

## 7 La scelta del metodo di valutazione

La valutazione di un'azienda è sicuramente un esercizio complesso, la cui corretta esecuzione richiede l'analisi e la considerazione di diversi aspetti, tra i quali ad esempio le informazioni disponibili per la valutazione, gli interessi e gli scopi delle parti direttamente interessate all'ottenimento della stima, la specificità del mercato in cui l'azienda opera e la tipologia dell'incarico.

Al variare delle suddette informazioni contenute nei citati aspetti muta conseguentemente l'approccio e le conclusioni del soggetto chiamato ad esprimere la valutazione.

Nel caso in questione, è possibile che il processo di valutazione dello scrivente subisca una limitazione negli elementi documentali ai quali ha avuto accesso e che ha potuto analizzare, elencati al precedente paragrafo 3. A tal proposito, si ricorda che i dati contabili analizzati riguardano dati relativi al ramo di azienda condotto dall'affittuaria, confrontati poi con i dati contabili e patrimoniali di alcuni principali *competitor* della stessa, disponibili presso il Registro Imprese.

Per quanto riguarda gli interessi e gli scopi delle parti direttamente interessate all'ottenimento della stima, si ricorda che tale valutazione è prodromica ad una vendita da fallimento, tramite procedura competitiva pubblica. Tale alienazione, pertanto, non comporterà in capo al nuovo acquirente alcuna responsabilità solidale con il venditore fallito né riguardo a passività latenti o non meglio esplicitate al momento della vendita (fatto salvo quanto verrà regolamentato all'interno del bando in merito alla pendenza del contratto di affitto) né riguardo a passività iscritte nelle scritture contabili della fallita, come ordinariamente previsto dall'articolo 214, comma IV, C.C.I.I. (ex art. 105, comma IV, L.F.).

Inoltre, eventuali plus o minusvalenze realizzatesi a seguito della vendita, non comporteranno alcun beneficio od onere fiscale in capo al venditore.

La specificità del ramo di azienda concesso in affitto e del mercato in cui opera ha sicuramente rilevanza centrale nel processo di stima, come peraltro le modalità e le scelte gestionali con cui viene condotta, nonché il numero di potenziali interessati a partecipare alla procedura competitiva.

## 8 Valutazione risultante dall'applicazione del metodo Misto Patrimoniale – Reddituale

Come illustrato nei precedenti paragrafi, per la specificità del mercato in cui opera il ramo d'azienda e le caratteristiche dell'attività esercitata, lo scrivente ritiene opportuno procedere con l'utilizzo del metodo c.d. "misto", in modo tale da poter considerare sia la potenziale capacità di produrre redditi futuri che la valutazione della componente mobiliare ed immobiliare tipica ed imprescindibile per un'attività come quella oggetto di stima. Pertanto, si procederà ad illustrare di seguito le varie componenti della relativa formula, nonché i valori considerati:

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

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, come già esposto nei precedenti paragrafi;

- $i'$  = tasso finanziario di attualizzazione del sovra reddito, ovvero della differenza  $(R - iK')$ . Rappresenta il puro compenso per il trascorrere del tempo: non tiene conto del premio per il rischio d'impresa.

Per quanto attiene al **Patrimonio Netto Rettificato K'**, trattandosi di vendita da fallimento, si ritiene plausibile acquisire quale valore di riferimento il valore totale dei beni mobili ed immobili risultante dalla perizia della Geometra Nadia Lorenzi, incaricata dalla curatela fallimentare.

Tale assunto nasce dalla considerazione che, in tale contesto, la vendita avviene nello stato di fatto e di diritto in cui i beni si trovano, come visti e piaciuti, in assenza di garanzie del venditore per vizi e difformità. Eventuali differenze di misura non potranno dar luogo ad alcun risarcimento, indennità o riduzione del prezzo. Inoltre, non vengono ceduti debiti o crediti, in quanto *ex lege* rimanenti in capo alla procedura fallimentare (fatto salvo quanto verrà previsto nel bando in merito all'affitto) e non vengono generati effetti fiscali dalla eventuale creazione di plus o minusvalenze. I rapporti di lavoro dipendente attualmente in essere, seppur specificamente afferenti all'azienda in vendita, non sono riconducibili alla venditrice, in quanto tutti già cessati precedentemente alla sottoscrizione del primo contratto di affitto, datato 7.5.2018. Di conseguenza, qualora al momento della vendita l'azienda risultasse ancora affittata, non emergerebbero altre passività latenti derivanti da TFR, ROL, e ratei pendenti.

In forza di quanto sopra, si ritiene ragionevole considerare  $K'$  pari ad euro 2.534.771<sup>2</sup> ovvero al totale valore di mercato non svalutato di beni mobili, immobili ed attrezzature, riveniente dalla perizia del CTU nominato, Geometra Nadia Lorenzi.

#### **Reddito Medio Normale Prospettico R:**

Il reddito medio normale prospettico, può essere considerato quale la redditività annua media che un eventuale acquirente si attende ragionevolmente di ottenere conducendo il ramo d'azienda oggetto di valutazione. A tal proposito, i PIV<sup>3</sup> citano testualmente: *“ con riguardo ai risultati da utilizzare nella stima, che devono essere medio – normali, il giudizio deve considerare i profili della plausibilità (cioè della riconoscibilità dei presupposti) da un lato e della sostenibilità dall'altro.”*

Al fine di valutare la redditività storica dell'azienda, lo scrivente si è basato sui dati economici e reddituali forniti dalla società GHP S.r.l. nel periodo 2018-2022. A tal proposito, i dati del 2022 sono stati “proiettati” sui 12 mesi. La proiezione dei dati 2022 è stata eseguita per sopperire in parte alla mancanza di esercizi antecedenti al 2018 (primo anno di affitto d'azienda) e, in parte, per avere una migliore base storica di riferimento, considerata la forte anomalia dell'esercizio 2020.

La società affittuaria presenta, in estrema sintesi, una struttura dei costi / ricavi come di seguito riportato:

---

<sup>2</sup>Si ritiene necessario considerare il valore riportato nelle perizie di stima al lordo delle svalutazioni prudenziali operate dal professionista, in quanto il dato svalutato, se inserito nei processi di valutazione con altri fattori non svalutati, potrebbe portare a risultati inesatti. Inoltre, non sarebbe poi consentito allo scrivente operare le necessarie svalutazioni prudenziali di cui all'ultimo capitolo. Il Geometra Lorenzi giungerà ad un valore immobiliare di liquidazione pari ad euro 1.856.000,00 e mobiliare di liquidazione pari ad euro 49.000,00 oltre imposte di Legge.

<sup>3</sup> Principi Italiani di Valutazione

Descrizione	2018	% sui ricavi	2019	% sui ricavi	2020	% sui ricavi
<b>Valore di Produzione</b>	<b>1.386.316,00</b>	<b>100,00%</b>	<b>1.282.032,00</b>	<b>100,00%</b>	<b>844.796,00</b>	<b>100,00%</b>
MP, Suss. e di C.	89.245,00	6,44%	76.737,00	5,99%	45.619,00	5,40%
Costi per servizi	449.125,00	32,40%	368.196,00	28,72%	266.781,00	31,58%
Costi per il personale	563.000,00	40,61%	528.000,00	41,18%	343.000,00	40,60%
Oneri diversi di Gestione	46.316,00	3,34%	66.663,00	5,20%	37.193,00	4,40%
<b>Totale costi di produzione<sup>4</sup></b>	<b>1.347.686,00</b>	<b>97,21%</b>	<b>1.239.596,00</b>	<b>96,69%</b>	<b>820.926,00</b>	<b>97,17%</b>
<b>Differenza A-B</b>	<b>38.630,00</b>	<b>2,79%</b>	<b>42.436,00</b>	<b>3,31%</b>	<b>23.870,00</b>	<b>2,83%</b>
+ Affitto d'azienda	200.000,00	14,43%	200.000,00	15,60%	128.333,00	15,19%
<b>EBITDAR</b>	<b>238.630,00</b>	<b>17,21%</b>	<b>242.436,00</b>	<b>18,91%</b>	<b>152.203,00</b>	<b>18,02%</b>

Descrizione	2021	% sui ricavi	2022 (proiez)	% sui ricavi	MEDIA	MEDIA % sui ricavi	MEDIA % SENZA 2020
<b>Valore di Produzione</b>	<b>1.020.477,74</b>	<b>100,00%</b>	<b>1.169.724,00</b>	<b>100,00%</b>	<b>1.140.669,15</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
MP, Suss. e di C.	63.783,00	6,25%	81.365,14	6,96%	71.349,83	6,21%	6,41%
Costi per servizi	332.177,00	32,55%	445.838,57	38,11%	372.423,51	32,67%	32,95%
Costi per il personale	398.000,00	39,00%	365.142,86	31,22%	439.428,57	38,52%	38,00%
Oneri diversi di Gestione	49.229,00	4,82%	39.841,72	3,41%	47.848,54	4,23%	4,19%
<b>Totale costi di produzione</b>	<b>1.009.189,00</b>	<b>98,89%</b>	<b>1.102.688,29</b>	<b>94,27%</b>	<b>1.104.017,06</b>	<b>96,85%</b>	<b>96,77%</b>
<b>Differenza A-B</b>	<b>11.288,74</b>	<b>1,11%</b>	<b>67.035,71</b>	<b>5,73%</b>	<b>36.652,09</b>	<b>3,15%</b>	<b>3,23%</b>
+ Affitto d'azienda	166.000,00	16,27%	170.500,00	14,58%	172.966,60	15,21%	15,22%
<b>EBITDAR</b>	<b>177.288,74</b>	<b>17,37%</b>	<b>237.535,71</b>	<b>20,31%</b>	<b>209.618,69</b>	<b>18,36%</b>	<b>18,45%</b>

Al fine di ottenere un dato più omogeneo possibile, lo scrivente ha ottenuto i dati economici al 31.7.2022 e li ha proiettati sui 12 mesi, con le uniche eccezioni del costo per l'affitto d'azienda, a seguito dell'adeguamento pattuito ad euro 175.000,00 annui oltre IVA, sottoscritto nel mese di settembre 2022, ma con decorrenza 1.7.2022, nonché dei costi per le utenze, per le quali sono stati prudenzialmente presi i costi al 31.12.2021 e raddoppiati<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> Si segnala che il "Totale Costi di Produzione" non è la risultante della somma delle quattro voci precedenti, ma è il totale di tutti i costi di produzione incluso l'affitto d'azienda, non meglio esplicitati in tabella per consentire una migliore comparabilità con la struttura dei costi media di settore esplicitata di seguito.

<sup>5</sup> A tal proposito si cita l'informativa di Federalberghi del 29.8.2022, nella quale vengono forniti esempi comparativi tra fatture per Gas ed Elettricità per varie tipologie di strutture ricettive, comparando i mesi Luglio 2021 e Luglio 2022. Gli esempi riportano rincari più che triplicati, ma che non tengono in considerazione, ad avviso di chi scrive, che la quotazione del gas aveva già subito un rincaro maggiore del 100% tra luglio 2021 e ottobre 2021 e di quasi il 200% tra luglio 2021 e dicembre 2021. Pertanto, una discreta parte degli aumenti dei costi per utenze è già scontata nei dati economico finanziari del terzo e quarto trimestre del 2021 (fonte: Simecom – indici di mercato borsa Gas). Lo scrivente ha potuto inoltre esperire il medesimo confronto sulle bollette dell'affittuaria, confermando tale trend su base luglio 21 – luglio 22.



Un dato interessante emerge dalla struttura media dei costi dell'esercizio 2020, anno fortemente anomalo ma che, come si può vedere, non presenta particolari variazioni percentuali rispetto ad un normale esercizio. Una possibile spiegazione può essere trovata nel fatto che una struttura chiusa genera meno costi per utenze e servizi, per materiale di consumo e spese del personale dipendente.

Prima di procedere alla disamina della struttura dei costi dell'affittuaria, giova ricordare che dalla stima commissionata dalla proprietaria, allora *in bonis*, alla società datata 1 luglio 2021, emerge che i "Love Motel" sono caratterizzati da una specifica struttura dei ricavi e dei costi di gestione operativa. In particolare, secondo quanto illustrato da i costi direttamente connessi alla gestione operativa si attestano mediamente tra il 60 e il 70 per cento dei ricavi; di conseguenza, l'EBITDAR<sup>6</sup> si dovrebbe attestare mediamente sul 35 per cento dei ricavi.

Tale assunzione è inoltre implicitamente confermata anche dal Geometra Nadia Lorenzi nel proprio elaborato peritale<sup>7</sup>.

Lo scrivente ha provveduto a verificare quanto sostenuto dai citati soggetti, acquisendo i bilanci di aziende-competitor (depositati presso il Registro Imprese, relativi agli esercizi 2018, 2019, 2020 e 2021) e dopo averli elaborati calcolando le incidenze medie percentuali delle varie voci sui ricavi.

I dati ottenuti, effettivamente, confermano le assunzioni sopra riportate. Lo scrivente ha inoltre provato a rielaborare i medesimi dati provando ad isolare il 2020. Nonostante ciò, come sopra commentato per l'affittuaria, i dati medi vengono sostanzialmente confermati, come di seguito riportato:

Struttura media dei costi	MEDIA % sui ricavi	MEDIA % Senza 2020
Valore di Produzione	100,00%	100,00%
Materie Prime, sussidiarie e di consumo	6,50%	6,47%
Costi per servizi	33,11%	33,58%
Costi per il personale	21,75%	21,57%
Oneri diversi di gestione	6,88%	7,28%
<b>Totale costi di produzione</b>	<b>99,56%</b>	<b>98,48%</b>
<b>Differenza A-B</b>	<b>0,44%</b>	<b>1,52%</b>
+ amm.ti e godimento beni terzi	31,84%	30,27%
<b>EBITDAR</b>	<b>32,28%</b>	<b>31,80%</b>

Anche nell'esame della struttura dei costi dei concorrenti inclusi nell'analisi, si conferma la tendenza per il 2020, con variazioni percentuali sui ricavi poco significative ed in linea con gli altri esercizi.

<sup>6</sup> Earnings before interest, tax, depreciation, amortization and rent – ovvero il margine operativo al lordo di interessi, tasse, svalutazioni, ammortamenti e canoni di affitto.

<sup>7</sup> Pagina 27 del rapporto di valutazione immobiliare.

Dopo un'attenta valutazione, lo scrivente ha ritenuto comunque opportuno includere, nel processo di analisi, l'esercizio 2020 poiché, anche se è vero che sarà un anno difficilmente ripetibile, si può ritenere altrettanto plausibile che il mercato in cui la Società operava nel biennio 2018 - 2019 sia ormai profondamente mutato, a causa delle pandemie e dei dissesti geopolitici internazionali.

Dall'analisi comparativa, emerge che i dati contabili della società affittuaria si discostano, in alcuni casi, notevolmente dalla media di mercato e, in estrema sintesi, giungono ad un EBITDAR medio pari al 18,36%.

Pur essendo chiaro che ogni "love motel" presenta particolari peculiarità di natura strutturale e/o estetica, che sono conseguenza o causa di determinate politiche gestionali, lo scrivente ritiene comunque opportuno cercare di ottenere dei dati che siano il più possibile normalizzati.

Va infatti ricordato che, a differenza dei dati contabili delle strutture concorrenti, per quanto attiene l'affittuaria non è stato possibile basarsi su dati economico / finanziari rivenienti da bilanci approvati e depositati, in quanto la società ha gestito, nei precedenti esercizi, anche altre strutture alberghiere. Si è reso quindi necessario richiedere ed ottenere dei dati specifici per la singola unità "Sweet Motel".

Inoltre, considerati gli scostamenti rilevati dall'EBITDAR medio di settore, non si può escludere *a priori* che un nuovo futuro proprietario dell'azienda possa decidere di operare scelte gestionali diverse e, magari, più allineate alla media di settore.

Tuttavia, è altrettanto improbabile pensare ad una gestione totalmente scevra da qualsivoglia considerazione riguardante la struttura esistente, la posizione geografica del ramo d'azienda ed il *target* di clientela acquisita e fidelizzata. Infatti, proprio i gestori, durante i colloqui intercorsi, hanno tenuto a precisare che determinate scelte gestionali ed estetiche delle camere sono strettamente necessarie ad attrarre una certa tipologia di clientela che, in alcuni casi, è anche di tipo *business*.

In considerazione di tutto quanto sopra riportato, lo scrivente ritiene quindi opportuno non adeguare l'EBITDAR medio della struttura a quello di settore, bensì operare una media tra quest'ultimo, pari al 32,28% dei ricavi, e l'EBITDAR medio dell'affittuaria, pari al 18,36% dei ricavi, dalla quale si ottiene un dato medio normalizzato pari al 25,32% dei ricavi, arrotondato a 25,50%<sup>8</sup>.

Applicando tale percentuale alla media dei ricavi totali di struttura, pari ad euro 1.140.670, si ottiene un EBITDAR medio annuo normalizzato pari ad euro 290.871, arrotondato ad euro 290.000.

Il dato rappresenta pertanto la remunerazione complessiva massima ricavabile da un eventuale futuro proprietario che decidesse di gestire in proprio il ramo d'azienda.

Il dato ottenuto sembrerebbe inoltre in linea con la prassi di settore, secondo cui *"il canone di mercato per una struttura ricettiva corrisponde al canone sostenibile che è quello che consente un'equa ripartizione del risultato operativo della gestione alberghiera tra locatore e gestore, e quindi assicura al gestore una adeguata remunerazione dell'attività svolta ed al proprietario un rendimento adeguato"*<sup>9</sup>.

\*

---

<sup>8</sup> Tale assunzione è confortata anche dal fatto che, dall'analisi delle strutture dei costi dei competitor, sono emersi EBITDAR medi tra il 18% ed il 43%. Pertanto, un EBITDAR medio normalizzato pari al 25,5% dei ricavi potrebbe costituire un risultato plausibile anche per un eventuale soggetto terzo, diverso dall'attuale affittuaria, che si dovesse aggiudicare l'azienda.

<sup>9</sup> RICS – Royal Institution of Chartered Surveyors – "Valutazione degli immobili a destinazione turistico ricettiva" Ottobre 2016



### Il tasso di capitalizzazione i

Il tasso di capitalizzazione  $i$  è il tasso di remunerazione medio del capitale che un potenziale investitore si aspetta di ottenere qualora volesse investire nel settore dell'azienda oggetto di stima.

Esso considera la redditività media delle aziende appartenenti al medesimo settore (*Hotel*) ed il rischio intrinseco, che dipende anche dalla localizzazione geografica dell'azienda e del mercato in cui opera.

Il tasso di capitalizzazione " $i$ " può essere ricavato dalla seguente formula:

$$i = rf + (rm - rf) * \beta$$

Ove:

- $rf$  è il tasso privo di rischio, ovvero *risk free*, un rendimento medio atteso per un investimento con un rischio relativamente basso e, pertanto, trascurabile. Posto che un investimento a "rischio zero" non esiste, si ritiene opportuno considerare il rendimento atteso dei titoli di stato Italiani a cinque anni<sup>10</sup>, ovvero 2,796%.
- $rm$  è invece un rendimento medio atteso in investimenti azionari sui mercati regolamentati. Il tasso sarà molto più elevato, considerando che dovrà remunerare anche una certa quantità di rischio che l'investitore dovrà affrontare. Il valore individuato per il mercato italiano al 30.6.2022 è pari al 9,08%<sup>11</sup>
- $\beta$  è il "beta" di settore è la misura di correlazione tra l'andamento di un titolo azionario ed il mercato di riferimento, in questo caso alberghiero. I settori con "beta" superiore ad 1 sono settori più volatili del mercato. Viceversa, se il "beta" è inferiore ad 1, significa che il settore è abbastanza indipendente dall'andamento del mercato. Il "beta" di settore può essere determinato in 0,9<sup>12</sup>.

Dai dati ricavati, il tasso di capitalizzazione " $i$ " stimato sarà pari all'8,45%.

\*

### Il tasso di attualizzazione $i'$

Il tasso di attualizzazione  $i'$  rappresenta il puro compenso per il trascorrere del tempo: non tiene conto del premio per il rischio d'impresa.

Il Ministero dello Sviluppo Economico ha decretato che a partire dal 1.7.2022 il tasso di attualizzazione è pari all'1,02%<sup>13</sup>.

Pertanto, considerato un arco temporale  $n$  pari a 5 anni il valore stimato dell'azienda sarà pari a:

$$W = 2.534.771 + a \cdot 5 - 1,02\% (290.000 - 8,45\% * 2.534.771) = 2.902.502 \text{ euro}$$

<sup>10</sup> Valori "rendistato anno 2022" – Banca d'Italia

<sup>11</sup> [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com)

<sup>12</sup> [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com)

<sup>13</sup> Ministero dello Sviluppo Economico, Decreto 23.6.2022

## 9 Metodi di confronto

Come esposto nei paragrafi precedenti, un altro metodo di valutazione potrebbe essere il metodo Reddituale Puro con capitalizzazione illimitata di tempo.

Tale metodo consentirebbe di ovviare al problema dato dalla mancata considerazione di qualsiasi valore di natura patrimoniale, di cui una azienda alberghiera è dotata in modo significativo.

La formula sarebbe:

$$W = R / i$$

Da cui emerge un risultato pari ad euro 3.431.953.

Un aspetto a favore di tale metodologia di valutazione potrebbe consistere nel fatto che un eventuale investitore potrebbe, fra 20 o 30 anni, aver già recuperato tutto il capitale investito attraverso l'esercizio prolungato dell'attività, e trovarsi comunque ancora a disposizione un certo patrimonio immobiliare da realizzare sul mercato. Tuttavia, l'imponderabilità di un futuro tanto remoto non permette di ottenere una stima sufficientemente accurata. Pertanto, tale metodologia non appare utilizzabile nel caso di specie.

Altro metodo di confronto, potrebbe consistere nel cosiddetto metodo del valore medio, il quale effettua una media tra valore patrimoniale (K) e reddituale con capitalizzazione illimitata nel tempo (R/i). Tale metodo consente sia di valorizzare una consistenza patrimoniale, di vitale importanza per un'azienda del settore alberghiero, sia di "normalizzare" i risultati di una valutazione con orizzonte temporale illimitato.

$$W = \frac{1}{2} (R / i + K)$$

$$W = 2.983.362 \text{ euro}$$

Nonostante i vari metodi esposti, si ritiene più accurata una valutazione con orizzonte temporale massimo a 5 anni e, pertanto, il metodo di riferimento più attendibile per questo tipo di valutazione resta il metodo Misto Patrimoniale – Reddituale con capitalizzazione limitata del profitto medio.

## 10 Conclusioni

Il presente elaborato è volto a fornire una valorizzazione attendibile del ramo aziendale di proprietà del fallimento, attinente ad una specifica realtà economica ad una data precisa, tenuto anche conto della finalità della stima.

Qualsiasi tipo di valutazione richiede una dose significativa di giudizio da parte del professionista nominato. Il fine ultimo di una stima è la ricerca del più plausibile valore di mercato, il quale può anche differire dal prezzo - che si forma successivamente - in quanto il prezzo risente anche delle caratteristiche e degli interessi di uno specifico acquirente e di uno specifico venditore, e non quelle di un generico operatore di mercato. A tal proposito, si ricorda che l'oggetto della presente valutazione è un insieme organizzato di beni, risorse e servizi che verrà posto sul mercato nell'ambito di una Procedura Concorsuale.

In quanto tale, una Procedura Concorsuale non può, come un imprenditore *in bonis*, decidere di non alienare per un lungo periodo di tempo, attendendo i momenti più propizi del mercato. Né può una curatela alienare un bene immobile, in questo caso preminente nel processo di stima, fornendo la garanzia del venditore, circostanza pacifica tra soggetti *in bonis*.

Il prezzo che può essere ottenuto da una liquidazione forzata dipende dalle ragioni per cui la cessione deve essere accelerata, senza un'adeguata commercializzazione. Il valore a cui la Curatela metterà il ramo d'azienda sul mercato, pertanto, riflette anche le peculiari circostanze che la obbligano a vendere in tempi ristretti<sup>14</sup>, che sono diverse da quelle di un venditore *in bonis*.

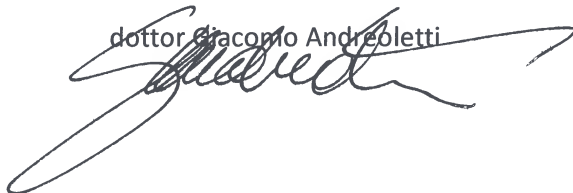
Da ultimo, il luogo in cui è situato il ramo d'azienda, seppur caratterizzato dalla vicinanza della Strada Provinciale Francesca, limita fortemente il numero di operatori economici potenzialmente interessati all'acquisto e/o alla gestione dell'attività ricettizia la quale, al contrario, potrebbe risultare particolarmente appetibile sul mercato qualora si trovasse in una zona centrale urbana, come quella di Bergamo o di Milano.

**In forza di tutto quanto sopra considerato, lo scrivente ritiene opportuno operare una svalutazione prudenziale del 25% al valore stimato di euro 2.902.502, giungendo pertanto ad presumibile valore di mercato di euro 2.176.877, arrotondato ad euro 2.175.000 oltre imposte di Legge, di cui:**

- Euro 1.856.000,00 (85,34% del totale di aggiudicazione) riferito all'immobile, come da perizia di stima del Geometra Nadia Lorenzi;
- Euro 49.000,00 (2,25% del totale di aggiudicazione) afferente ai beni mobili ed attrezzature, come da perizia di stima del Geometra Nadia Lorenzi;
- Euro 270.000,00 (12,41% del totale di aggiudicazione) riferita alla redditività media prospettica dell'azienda.

Con osservanza

Bergamo, 20 ottobre 2022

dottor Giacomo Andreoletti  


---

<sup>14</sup> Si pensi, ad esempio, al rischio – in caso di riconsegna dell'azienda da parte dell'affittuaria – di dover prendere in carico le maestranze attualmente impiegate dall'affittuaria, con ulteriori oneri legati alle procedure di licenziamento.