

Tribunale Civile e Penale di Milano  
Sez. Fallimentare

**RELAZIONE DI STIMA DELL'AZIENDA  
"MiHOTEL"**



**di proprietà della società**

**FUTURO REMOTO S.R.L.  
in fallimento**

**IGNAZIO ARCURI  
DOTTORE COMMERCIALISTA  
REVISORE CONTABILE**

## INDICE

<b>1. PREMESSE.....</b>	<b>4</b>
1.1 CONFERIMENTO DELL'INCARICO.....	4
1.2 OBIETTIVI DELLA VALUTAZIONE ED APPLICAZIONE DEI PIV.....	4
1.3 PERIODO DI RIFERIMENTO.....	5
<b>2. BREVE STORIA DELLA SOCIETÀ.....</b>	<b>5</b>
2.1 INFORMAZIONI SULLA SOCIETÀ PROPRIETARIA DELL'AZIENDA.....	5
2.2 COMPAGINE SOCIETARIA.....	5
2.3 LE VICENDE SOCIETARIE RECENTI.....	5
<b>3. DOCUMENTI ACQUISITI, DATI E FONTI UTILIZZATE.....</b>	<b>7</b>
3.1 ATTIVITÀ PROPEDEUTICHE ALLA STIMA E LIMITAZIONI AL PRESENTE ELABORATO.....	7
3.2 I DOCUMENTI ACQUISITI ED ANALIZZATI.....	8
<b>4. DESCRIZIONE ED IDENTIFICAZIONE DELL'AZIENDA OGGETTO DI STIMA.....</b>	<b>9</b>
4.1 LOCALIZZAZIONE DELL'AZIENDA.....	9
4.2 DESCRIZIONE DELL'IMMOBILE NEL QUALE VIENE ESERCITATA L'AZIENDA.....	10
4.3 IDENTIFICAZIONE DEI BENI COMPRESI NELL'AZIENDA.....	11
4.4 CARATTERISTICHE DELL'OFFERTA DI RICETTIVITÀ.....	12
<b>5. CARATTERISTICHE DEL MERCATO DI RIFERIMENTO.....</b>	<b>12</b>
5.1 IL MERCATO DI RIFERIMENTO INTERNAZIONALE.....	12
5.2 IL MERCATO DI RIFERIMENTO NAZIONALE.....	13
5.2.1 L'offerta alberghiera italiana.....	14
5.3 IL MERCATO DI RIFERIMENTO DELL'AZIENDA.....	15
<b>6. I METODI DI VALUTAZIONE AZIENDALE.....</b>	<b>16</b>
6.1 IL METODO FINANZIARIO.....	16
6.2 IL METODO REDDITUALE.....	17
6.3 IL METODO PATRIMONIALE.....	18
6.4 IL METODO DEI MULTIPLI.....	19
<b>7. LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE.....</b>	<b>20</b>
<b>8. IL VALORE DELL'AZIENDA RISULTANTE DALL'APPLICAZIONE DEL METODO REDDITUALE.....</b>	<b>23</b>
8.1 PREMessa.....	23
8.2 IL TEMA LEGATO ALLA DETERMINAZIONE DEL TASSO DI CAPITALIZZAZIONE.....	25
8.3 LA CONNESSIONE DEL PRESENTE ELABORATO CON LA PERIZIA IMMOBILIARE DEL GEOM. MICHELE FERRARA.....	26
8.4 LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DELL'AZIENDA.....	27
<b>9. CONCLUSIONI.....</b>	<b>31</b>

## DEFINIZIONI – ABBREVIAZIONI – GLOSSARIO

---

<b>Affittuaria</b>	Si intende la società Bibico s.r.l. società unipersonale con sede in Milano, Viale Lucania n. 19, C.F. e n. di iscrizione al Registro delle Imprese 09054010963
<b>Fallita o Società</b>	significa la società Futuro Remoto s.r.l. in fallimento
<b>l.f. o l.fall.</b>	Legge Fallimentare - R.D. 16.03.1942 nr. 267
<b>MFN</b>	Si intende la società MFN Management & Finance Network S.r.l., affittuaria del ramo d'azienda alberghiero fino alla data del [•]
<b>OMT</b>	Acronimo di Organizzazione Mondiale del Turismo
<b>PIV</b>	Acronimo di Principi Italiani di Valutazione

---

## 1. PREMESSE

### 1.1 CONFERIMENTO DELL'INCARICO

Con istanza depositata in data 26.01.2016, l'Avv. Fabrizio Pellegrini, curatore del Fallimento Futuro Remoto s.r.l. (di seguito anche "Società" o "Fallita"), dichiarato con sentenza del Tribunale di Milano n. 602/2015, depositata in data 10.07.2015, ha chiesto ed ottenuto l'autorizzazione alla nomina del sottoscritto Dott. Ignazio Arcuri, iscritto all'ordine dei dottori commercialisti di Milano al n. 3241 ed al registro dei revisori legali con D.M. 12 aprile 1995, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale nr. 32 bis IV serie speciale del 28 aprile 1995, quale perito estimatore dell'azienda di proprietà della Fallita denominata "MiHotel" che esercita attività alberghiera in Milano, Via dei Fontanelli n. 26.

### 1.2 OBIETTIVI DELLA VALUTAZIONE ED APPLICAZIONE DEI PIV

La valutazione è diretta ad accertare il valore globale dell'azienda alberghiera nell'ipotesi di cessione a terzi, al fine di fornire, in qualità di esperto, un valore di riferimento per l'espletamento della procedura competitiva ai sensi dell'art. 107 l.f..

Lo scrivente intende evidenziare che la presente relazione, che costituisce a tutti gli effetti una opinione di valutazione (di seguito "*opinion*"), è redatta in conformità ai PIV.

In particolare detta *opinion* viene emessa su incarico di una curatela fallimentare, nel quadro di un processo di dismissione di una azienda (ramo d'azienda alberghiero) che viene esercitata su uno specifico immobile (l'albergo) posto in essere ai sensi dell'art. 105 e seguenti l.f.

L'*opinion*, quindi, rientra nel punto v.2 dei PIV essendo una valutazione legale in quanto richiesta dalla legge<sup>1</sup>. Inoltre è bene evidenziare che il sottoscritto si atterrà:

1. alla rete concettuale di base dei PIV di cui al paragrafo "I" e relativi sottopunti;
2. la propria attività di esperto sarà improntata al disciplinare di cui al paragrafo II dei PIV e relativi sottopunti;

---

<sup>1</sup> In merito è bene evidenziare che la Legge Fallimentare non richiede quale requisito ab *substantiam* che in beni posti in vendita siano oggetto di una valutazione peritale ma quando, come in questo caso, il curatore la richiede, la perizia assume carattere legale in quanto diviene il riferimento per la sollecitazione della gara a pubblica evidenza.

3. per ciò che concerne la particolarità dell'incarico, che consiste nella valutazione di un ramo d'azienda, si evidenzia che i PIV sono applicabili anche alla valutazioni di aziende e di rami d'azienda secondo il paragrafo "III.1".

### 1.3 PERIODO DI RIFERIMENTO

La valutazione si intende riferita al 03.02.2016, data di conferimento dell'incarico.

La presente valutazione è svolta sulla base della documentazione meglio dettagliata nei successivi paragrafi 3.1 e 3.2 ai quali si rimanda per maggiore dettaglio e che contengono la descrizione delle limitazioni al presente elaborato.

## 2. BREVE STORIA DELLA SOCIETÀ

### 2.1 INFORMAZIONI SULLA SOCIETÀ PROPRIETARIA DELL'AZIENDA

Di seguito si forniscono i dati societari della Fallita come risultanti da visura effettuata presso il Registro delle Imprese.

Denominazione	Futuro Remoto s.r.l. in fallimento
Forma Giuridica	Società a responsabilità limitata
Sede Legale	Via dei Fontanili 26 - Milano (MI)
Codice Fiscale	03358280158
REA	MI - 412491
Capitale sociale	93600 i.v.

### 2.2 COMPAGINE SOCIETARIA

Il capitale sociale pari a Euro 93.600,00 risulta sottoscritto e interamente versato come segue:

Socio	Quota	%
Norsa Mario Federico	93.600,00	100%

### 2.3 LE VICENDE SOCIETARIE RECENTI

La Società è stata dichiarata fallita con sentenza del Tribunale di Milano n. 602/2015, depositata in data 10.07.2015, con la quale è stato nominato curatore

fallimentare l'Avv. Fabrizio Pellegrini e Giudice Delegato la Dott.ssa Francesca Mammone.

Prima della suddetta sentenza dichiarativa di fallimento la Società ha depositato, in data 09.11.2012, presso il tribunale di Milano Sezione Fallimentare, ricorso ex art. 161, 6° comma, l.f. Con Decreto depositato in data 26.11.2012, il Tribunale di Milano ha concesso alla Società termine sino al 6.03.2013 (poi prorogato fino al 09.05.2013) per depositare, alternativamente, una proposta di concordato preventivo ovvero una domanda di omologazione di un accordo ex art. 182 bis l.f.

Sin dalla sua costituzione la Fallita, ha affiancato all'attività di organizzazione di telelavoro, l'attività immobiliare, costruendo su un terreno di proprietà, un albergo composto da 57 camere oltre a spazi comuni. Dal momento che la costruzione dell'albergo è stata eseguita ricorrendo esclusivamente ad indebitamento finanziario, la non adeguatezza dei flussi finanziari derivanti dalla gestione alberghiera, parrebbe aver causato la tensione finanziaria che ha portato la Società al dissesto.

Il piano industriale della Società, infatti, si basava sulla capacità da parte della società M.F.N. S.r.l (di seguito "MFN"), società alla quale la Fallita nel frattempo aveva concesso in affitto il ramo d'azienda per l'esercizio dell'attività alberghiera<sup>2</sup>, di pagare con regolarità il canone di locazione oltre che sulla capacità della stessa MFN di rimborsare i finanziamenti concessi dalla Società.

Una volta dichiarato il fallimento della Società, l'azienda alberghiera è stata esercitata dalla Fallita in regime di continuazione temporanea di impresa - ai sensi dell'art. 104, comma 2, l.fall - per il periodo necessario ad attivare le procedure competitive prodromiche all'affitto della stessa.

La gestione dell'azienda da parte della Società è quindi cessata con l'immissione nel possesso della medesima della società BiBico s.r.l., società unipersonale con sede in Milano, Viale Lucania n. 19, C.F. e n. di iscrizione al Registro delle Imprese 09054010963 (di seguito "Affittuaria"), in forza del contratto di affitto di ramo d'azienda stipulato con atto a rogito del Notaio Dott.ssa Chiara Clerici (Rep. 22449) (Racc. 4907) in data 06.08.2015 registrato in data 17.08.2015 al n. 23438.

Il contratto di affitto, attualmente in essere, ha la durata di un anno con decorrenza dal 01.08.2015 fino al 31.07.2016.

---

<sup>2</sup> Si tratta del contratto di affitto di ramo d'azienda a rogito del Notaio Dott. Lorenzo Turconi (Rep. 11142) (Racc. 6070) datato 29.12.2009, registrato in data 30.12.2009 al n. 31820, e della successiva modifica al contratto a rogito del medesimo Notaio (rep. 13510) (racc. 7328) datato 25.10.2011 registrato in data 26.10.2011 al n. 32070.

Il canone base di affitto è stato determinato in Euro 17.000,00 (oltre IVA) mensili da corrisondersi in rate mensili posticipate e costituenti il corrispettivo per l'affitto dell'Azienda e del complesso alberghiero ove viene esercitata la stessa. Il contratto prevede inoltre un canone di affitto integrativo (del canone di affitto base), nella misura del 18% del fatturato dell'Affittuaria eccedente Euro 380.000 (oltre IVA) trimestrali.

### **3. DOCUMENTI ACQUISITI, DATI E FONTI UTILIZZATE**

#### **3.1 ATTIVITÀ PROPEDEUTICHE ALLA STIMA E LIMITAZIONI AL PRESENTE ELABORATO**

In data 11.04.2016 lo scrivente, mediante i suoi collaboratori di studio, ha proceduto ad un accesso presso la struttura ricettiva in Milano Via dei Fontanelli n. 26, 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 è stato acquisito un consistente repertorio fotografico riguardante le varie tipologie di camere, le parti comuni, l'autorimessa e gli uffici direzionali. Sono stati inoltre richieste al legale rappresentate dell'Affittuaria una serie di informazioni relative alle gestione dell'azienda alberghiera nel periodo intercorrente tra il 01.08.2015 (data di inizio del contratto di affitto del ramo d'azienda) ed il 31.12.2015 e tra il 01.01.2016 fino al 31.03.2016. In particolare:

- Elenco delle presenze presso la struttura alberghiera;
- Conto economico del periodo tra il 01.08.2015 ed il 31.12.2015;
- Conto economico del periodo tra il 01.01.2016 ed il 31.03.2016;
- Tariffario medio applicato per tipologia di camera e stagionalità.

Tali informazioni, pur richieste in sede di incontro presso la struttura alberghiera, nuovamente richieste con mail del 18.04.2016 e sollecitate con mail del 25.04.2016, non sono pervenute al sottoscritto nei tempi utili alla redazione del presente elaborato.

La mancanza della suddetta documentazione costituisce una forte limitazione alla presente relazione, in quanto l'andamento gestionale dell'albergo sotto la direzione della nuova Affittuaria, avrebbe consentito una comparazione, seppur parziale, con i risultati realizzati dal precedente affittuario. Lo scrivente non ha pertanto la possibilità di esprimersi in alcun modo in merito all'attuale e prospettica redditività del ramo d'azienda. Come meglio si dirà nel proseguo, pertanto, le analisi del

sottoscritto sono state effettuate con riferimento ai dati reddituali storici della precedente affittuaria MFN.

Si evidenzia inoltre che non è stato consegnato allo scrivente il libro cespiti della Fallita dal quale evincere quantomeno il valore contabile delle immobilizzazioni materiali e immateriali (marchio), concesse in locazione all’Affittuaria, ma solo il verbale di inventario dei beni di proprietà della Fallita redatto dal curatore con l’assistenza del cancelliere del Tribunale. Per tale motivo è stato necessario considerare tali cespiti quali compresi nel valore del ramo d’azienda, non valutabili separatamente.

Il sottoscritto ha inoltre svolto una ricerca rispetto ai flussi turistici dell’area di riferimento, acquisendo informazioni ufficiali dall’elaborato redatto dalla Camera di Commercio di Milano nel mese di marzo 2016 denominato “Monitor Alberghiero della Città Metropolitana di Milano”.

### **3.2 I DOCUMENTI ACQUISITI ED ANALIZZATI**

E’ opportuno premettere che, la documentazione giudicata rilevante ai fini del presente elaborato, è quella espressamente indicata nel presente paragrafo. In merito alla documentazione che il sottoscritto ha ricevuto è stato assunto che:

- tutte le firme, i sigilli ed i timbri sui documenti acquisiti e consultati per la redazione della presente relazione, tutti i documenti consultati anche in formato digitale ovvero elettronico forniti al sottoscritto come copie autentiche, fotostatiche, fax o e-mail siano conformi agli originali e che tali documenti siano stati debitamente sottoscritti e perfezionati e producano i loro effetti in conformità alle rispettive condizioni ed ai rispettivi termini;
- qualora siano state fornite copie di contratti ovvero serie di contratti che incorporano modifiche successive, che detti contratti siano in vigore, completi ed altresì includano qualsiasi modifica o variazione agli stessi apportata nel tempo;

Di seguito si fornisce l’elenco della documentazione che, nell’espletamento del proprio incarico, lo scrivente ha acquisito ed analizzato:

- contratto di affitto di ramo d’azienda a rogito del Notaio Dott.ssa Chiara Clerici (Rep. 22449) (Racc. 4907) datato 06.08.2015 registrato in data 17.08.2015 al n. 23438, stipulato tra la Fallita e la società BiBico s.r.l.;



- verbale di inventario dei beni di proprietà della Fallita redatto dal curatore Avv. Fabrizio Pellegrini con l'assistenza del cancelliere Dott.ssa Anna Rita Bardini in data 17.12.2015 e 21.12.2015;
- contratto di affitto di ramo d'azienda a rogito del Notaio Dott. Lorenzo Turconi (Rep. 11142) (Racc. 6070) datato 29.12.2009 registrato in data 30.12.2009 al n. 31820, stipulato tra la Fallita e la società MFN;
- modifica di contratto di affitto di ramo d'azienda a rogito del Notaio Dott. Lorenzo Turconi (rep. 13510) (racc. 7328) datato 25.10.2011 registrato in data 26.10.2011 al n. 32070, stipulato tra la Fallita e la società MFN;
- fascicolo di bilancio di esercizio al 31.12.2010, al 31.12.2011, al 31.12.2012, al 31.12.2013 della società MFN;
- Bozza del bilancio di esercizio al 31.12.2014 della società MFN;
- Modello Unico e Studi di settore anno di imposta 2011, 2012 e 2013 della società MFN;
- Accordo di ristrutturazione del debito ai sensi dell'art. 182 bis l.f. per le società Futuro Remoto s.r.l., Stratos s.r.l. con atto a rogito del Notaio Dott. Stefano Rampolla (rep. 46.819/46.822) (racc. 11.615) del 6/7 maggio 2013;
- Bozza della perizia di valutazione immobiliare degli immobili di proprietà della Fallita redatta del Geom. Michele Ferrara data 26.04.2016;
- Rapporto di valutazione della società CBRE datato 31.12.2014 inerente il complesso immobiliare di via Fontanili 26, Milano.

#### **4. DESCRIZIONE ED IDENTIFICAZIONE DELL'AZIENDA OGGETTO DI STIMA**

##### **4.1 LOCALIZZAZIONE DELL'AZIENDA**

L'azienda oggetto della presente valutazione viene condotta nell'immobile di via dei Fontanili, 26 in una zona semiperiferica sud di Milano, città comodamente raggiungibile tramite la rete autostradale: l'autostrada A4 Torino – Trieste sull'asse est/ovest, l'autostrada A1 Milano – Napoli sull'asse nord/sud, le autostrade A7 in direzione Genova e l'A8 e l'A9 in direzione dei laghi. La totalità della rete autostradale è inoltre collegata alla città grazie a un sistema di tangenziali che circondano interamente il capoluogo lombardo.

Anche dal punto di vista dei collegamenti ferroviari Milano risulta ottimamente servita. A livello cittadino oltre ai mezzi di trasporto pubblico di superficie (tram e bus) esistono quattro linee della metropolitana che collegano la città in maniera sostanzialmente uniforme.

Il quartiere dove è ubicato l'immobile nel quale viene attualmente esercitata l'azienda è collocato nelle vicinanze della circonvallazione esterna di Milano all'altezza di viale Toscana nelle vicinanze di via Carlo Bazzi via che, partendo dalla circonvallazione esterna, prosegue in direzione sud sino alla Tangenziale Ovest e quindi all'autostrada A7 Milano Genova o A1 Milano Napoli.

Il contesto urbano è di discreto livello qualitativo contraddistinto da un tessuto urbano ad alta densità con edifici a destinazione mista residenziale – artigianale e direzionale.

Pur essendo ubicato in una zona semiperiferica di Milano, l'hotel risulta facilmente accessibile con i mezzi privati e con i mezzi pubblici di superficie. La fermata delle linee di superficie (autobus) più vicina risulta essere quella "Toscana Bazzi" delle linee circolari esterne 90-91 poste a circa 900 metri dall'hotel. Più distanti sono le fermate della metropolitana della linea 2 e della linea 3, situate a circa 2,5 km di distanza dall'albergo.

#### **4.2 DESCRIZIONE DELL'IMMOBILE NEL QUALE VIENE ESERCITATA L'AZIENDA**

La valutazione dell'azienda non può prescindere da una breve descrizione dell'immobile nel quale essa viene esercitata. A tal proposito si evidenzia che l'immobile di proprietà della Fallita nel quale viene esercitata l'azienda, è oggetto di autonoma perizia redatta dal Geom. Michele Ferrara che ha rilasciato la propria relazione in data 26.04.2016.

L'azienda MiHotel è una struttura alberghiera a 4 stelle ricavata in una torre di 9 piani fuori terra oltre a un piano sottotetto e uno interrato.

L'hotel ha un totale di n . 57 camere, di cui n. 23 camere singole, n. 6 camere singole (mini), n. 19 camere doppie, n. 5 camere triple e n. 4 camere quaduple così suddivise:

- piano primo n. 6 camere;
- piani dal secondo al sesto n.8 camere;
- piano settimo n. 6 camere.

- piano ottavo n. 5 camere.

Il piano terra ospita la reception, una sala polivalente, il ristorante e il bar, la sala colazioni, una piccola palestra con bagno turco e jacuzzi.

Il piano nono, alla data del sopralluogo effettuato dallo scrivente, ospitava gli uffici direzionali.

Il piano primo interrato risulta invece adibito ad autorimessa a servizio dei clienti dell'hotel.

I pavimenti delle camere sono in legno, i bagni sono tutti rivestiti in piastrelle rettangolari di gres porcellanato e tutti dotati di doccia ma non di bidet.

Ogni camera è dotata di TV LCD con Pay TV, collegamento internet *wi-fi* e asciugacapelli. Nei corridoi di ogni piano, rivestiti con moquette, è presente un frigo bar e una macchina del ghiaccio.

Il riscaldamento e il raffrescamento sono ottenuti tramite fan coil con regolazione autonoma per ogni camera tramite termostato digitale.

#### 4.3 IDENTIFICAZIONE DEI BENI COMPRESI NELL'AZIENDA

Il perimetro dell'azienda oggetto della presente valutazione è stata desunta direttamente dal contratto di affitto d'azienda fornito allo scrivente dal curatore Avv. Fabrizio Pellegrini, stipulato in data 06.08.2015 e registrato in data 17.08.2015.

In particolare l'azienda è costituita esclusivamente dai seguenti elementi:

- impianti, attrezzature, mobili, arredi, accessori, utensileria afferenti a l'Azienda e che comunque sono utilizzati dalla Affittuaria per l'esercizio dell'attività aziendale come da verbale di inventario redatto in data 17 e 21 dicembre 2015, fornito allo scrivente da parte del curatore della Società;
- diritti di proprietà intellettuale ed industriale, quali a titolo esemplificativo e non esaustivo (i) tutti i segni distintivi e dunque i marchi registrati e non registrati., come meglio descritto nell'Allegato 4 al contratto di affitto di ramo d'azienda del 06.08.2015 (ii) tutte le denominazioni commerciali, (iii) tutti i loghi, le insegne, i *domain names* (iv) tutte le opere eventualmente tutelate dal diritto d'autore;
- i contratti finalizzati ad assicurare l'operatività dell'Azienda come indicati nell'Allegato 5 al contratto di affitto di ramo d'azienda del 06.08.2015;
- le autorizzazioni per l'esercizio dell'attività;

Il contratto di affitto del 06.08.2015 esclude esplicitamente dall'Azienda affittata tutti i debiti ed i crediti maturati prima del 01.08.2015.

#### 4.4 CARATTERISTICHE DELL'OFFERTA DI RICETTIVITÀ

In considerazione dell'ubicazione dell'Azienda descritta nel precedente paragrafo 4.1, delle caratteristiche dimensionali delle camere e delle *facilities* presenti, l'hotel ha una clientela quasi esclusivamente *business*.

Dalla lettura dell'accordo di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 bis l.f., è emerso come la clientela *business* abbia (e da sempre abbia avuto in passato) un peso importante sul totale delle camere vendute pari a circa l'85% del totale, di cui circa l'80% beneficia di speciali convenzioni.

Oltre a ciò si aggiunge un altro 5% circa di domanda generata tramite convenzioni stipulate con le università (Università L. Bocconi e Università IULM) e le aziende ospedaliere presenti nelle vicinanze della struttura (Ospedale San Paolo e Centro Oncologico Europeo). In assoluto quindi la quota di clientela *business* attratta dall'hotel è pari al 90% del totale.

Tra i generatori di domanda *business*, quelli più rilevanti sono sicuramente rappresentati dal Centro Direzionale Leoni e dalle numerose piccole e medie aziende presenti nelle vicinanze della struttura in analisi.

La parte di domanda rimanente, pari al 10% circa, è riconducibile invece alla domanda turistica.

## 5. CARATTERISTICHE DEL MERCATO DI RIFERIMENTO

### 5.1 IL MERCATO DI RIFERIMENTO INTERNAZIONALE

Secondo il report annuale redatto da Federalberghi in collaborazione con l'Ente Bilaterale Nazionale Turismo e l'Istat, nel 2015, i viaggiatori internazionali nel mondo sono stati 1,184 miliardi, 50 milioni in più rispetto al 2014, pari ad un incremento del 4,4%.

Nonostante il basso profilo dell'economia mondiale, il 2015 è stato dunque un altro periodo favorevole per il turismo internazionale e per il settore alberghiero, che ha registrato per il sesto anno consecutivo performance superiori a quelle medie di

lungo termine, contribuendo alla crescita economica e alla creazione di posti di lavoro in molte aree del mondo.

A seguito delle dinamiche economiche internazionali, che hanno determinato un incremento del reddito disponibile nei paesi importatori e un indebolimento della domanda in quelli esportatori, la crescita è stata più sostenuta nelle economie avanzate (+5%) che nei paesi emergenti (+4%). L'aumento dei turisti internazionali è stato infatti più marcato in Europa (+5%), seguita a breve distanza dalle Americhe (+4,9%) e da Asia e Pacifico (+4,8%). Le stime relative a Medio Oriente e Africa, basate su dati ancora scarsi e quindi da valutare con cautela, evidenziano dinamiche più contenute nel primo caso (+3,2%) e negative nel secondo (-3,3%), imputabili quasi esclusivamente al forte calo dei flussi turistici nei paesi del Nord-Africa, penalizzati dai problemi di sicurezza legati all'instabilità politica dell'area e agli atti terroristici avvenuti in Tunisia ed Egitto.

Secondo le previsioni dell'OMT, la crescita del turismo mondiale proseguirà anche nell'anno 2016, seppure ad un tasso leggermente inferiore rispetto a quelli del biennio precedente: gli arrivi turistici internazionali dovrebbero aumentare del 4% a livello mondiale, guidati dalla crescita di Asia e Pacifico e delle Americhe, seguiti dall'Europa su cui incombono, tuttavia, le probabili ripercussioni negative degli attacchi terroristici di Parigi e Bruxelles.

## 5.2 IL MERCATO DI RIFERIMENTO NAZIONALE

Nel contesto sopra delineato, i dati provvisori del turismo internazionale dell'Italia nel 2015 indicano una buona crescita dei flussi turistici in ingresso nel nostro Paese, in linea con i trend stimati a livello mondiale. Molteplici sono i fattori a cui è ascrivibile questo positivo andamento: l'uscita dalla fase recessiva dell'economia, l'Expo, le favorevoli condizioni metereologiche durante la stagione estiva e, in qualche misura, anche la redistribuzione internazionale dei flussi, che dai paesi colpiti da tensioni geopolitiche si sono indirizzati verso altre mete.

Tuttavia i flussi turistici in ingresso hanno registrato nel 2015 performance più modeste rispetto a quelle di altri paesi leader nel mondo: gli arrivi alle frontiere italiane sono aumentati dell'1,8%, al di sotto di quanto fatto registrare dai principali *competitor* internazionali, ad eccezione di Francia e Cina, sostanzialmente ferme ai livelli del 2013.

Un quadro piuttosto deludente emerge anche dai dati Eurostat relativi al movimento dei clienti presso le strutture ricettive europee, che confermano la debolezza del comparto turistico italiano

Pur mantenendo la terza posizione nella graduatoria dei paesi europei, i risultati dell'Italia sono stati tra i più scarsi in Europa: considerando le principali mete turistiche del continente, performance peggiori di quelle italiane sono state registrate solo in Francia e in Austria, dove le presenze dei turisti sono calate rispettivamente dell'1,4% e dello 0,2%.

L'analisi dei dati relativi al solo comparto alberghiero evidenzia una situazione in linea con il trend medio nazionale, con un andamento complessivo delle presenze sostanzialmente fermo a +0,1%. Anche in questo caso performance peggiori sono state registrate, tra i principali paesi competitor in Europa, solo da Francia e Austria

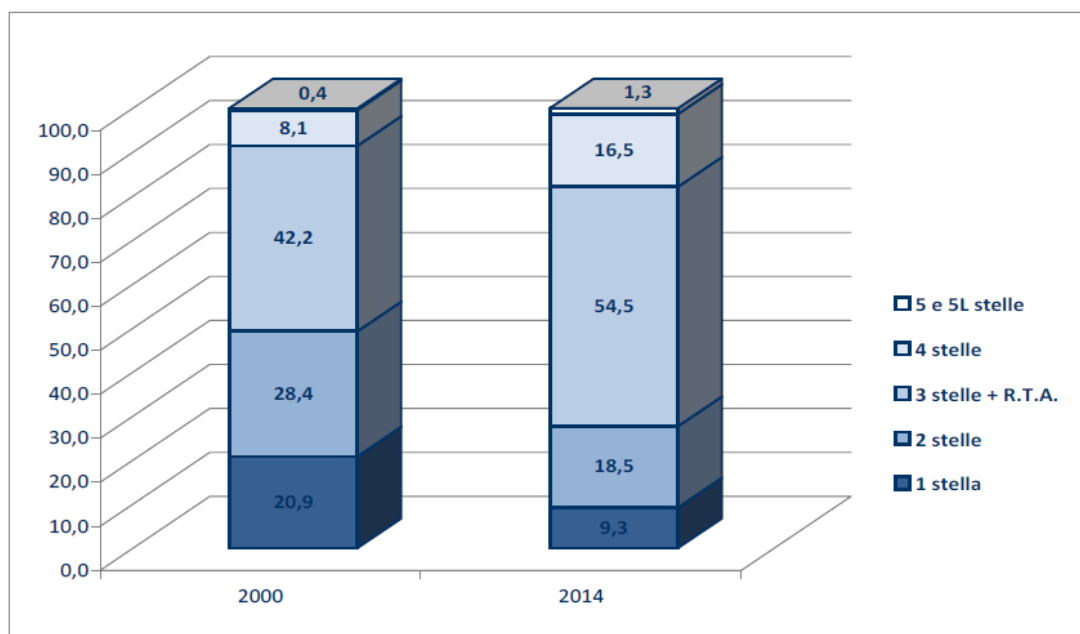
### **5.2.1 L'offerta alberghiera italiana**

Le dinamiche di lungo periodo dell'offerta ricettiva alberghiera italiana sono state contrassegnate da un costante processo di ristrutturazione caratterizzato, da un lato, dalla progressiva riduzione del numero di strutture e, dall'altro, dall'incremento della capacità ricettiva in termini di camere e di letti disponibili.

Soprattutto dagli anni '80, l'uscita dal mercato delle aziende di piccole dimensioni e la forte migrazione delle imprese minori verso livelli più elevati di offerta hanno determinato un incremento della dimensione media degli alberghi, passata da 37,6 a 67,3 letti per esercizio tra il 1980 e il 2014.

Al graduale spostamento del sistema dell'offerta alberghiera verso strutture di dimensioni sempre più ampie, si è affiancato un intenso processo di riqualificazione che ha visto contrarsi progressivamente il numero degli esercizi di bassa categoria e, contemporaneamente, ampliarsi quello degli alberghi di categoria medio alta. Si è dunque attivato, nel tempo, un processo che ha riequilibrato la composizione dell'offerta ricettiva alberghiera dell'Italia: nel 2014 gli esercizi a 1 e 2 stelle sono diventati solo il 27,8% del totale, nonostante fino al 2000 rappresentassero circa la metà degli alberghi italiani. Allo stesso tempo hanno assunto un'importanza preponderante gli alberghi a 3 stelle, attualmente la categoria più rappresentata (54,5%), e sono cresciuti in maniera esponenziale gli alberghi a 4 e 5 stelle.

Esercizi alberghieri per categoria (composizione %)



Fonte: Istat

L'analisi delle caratteristiche strutturali degli alberghi italiani a livello territoriale disaggregato evidenzia come la maggior parte degli esercizi e dei letti continui ad essere localizzata nelle regioni del Nord, caratterizzate da una più antica vocazione turistica.

Nello specifico, la regione in cui l'offerta ricettiva alberghiera (in termini di letti) è più elevata è l'Emilia Romagna, seguita da Trentino Alto Adige e Veneto.

### 5.3 IL MERCATO DI RIFERIMENTO DELL'AZIENDA

Nelle tabelle che seguono si riportano i dati riguardanti il settore alberghiero della città di Milano pubblicati dalla Camera di Commercio di Milano aggiornati al mese di marzo 2016

In particolare si riporta l'andamento del settore alberghiero degli ultimi 12 mesi (marzo 2015/marzo 2016) con specifica indicazione della percentuale di occupazione delle camere, la tariffa media per camera, il ricavo medio per camera disponibile e la variazione percentuale rispetto al periodo dell'anno precedente

**Andamento  
ultimi 12 mesi**

	Aprile 2015-Marzo 2016 rispetto a Aprile 2014-Marzo 2015									Campione camere rilevato
	Occupazione Camere (%)		Tariffa Media (€)		Ricavo Medio Camera Disponibile (€)		Variazione percentuale rispetto corrispondente al periodo dell'anno precedente			
	2016	2015	2016	2015	2016	2015	Occ	Tariffa	Ricavo	
Milano e Provincia	69,0	63,0	155,46	130,55	107,19	82,28	9,4	19,1	30,3	18.425
Centro	76,1	71,5	265,50	231,92	202,11	165,92	6,4	14,5	21,8	3.939
Fiera City	67,8	62,9	118,25	96,91	80,15	60,93	7,8	22,0	31,6	2.027
Garibaldi - Centrale - BuenosAires	75,9	74,4	162,96	134,01	123,64	99,77	1,9	21,6	23,9	5.409
Linate - San Donato - Assago	58,9	49,8	85,62	75,08	50,41	37,37	18,3	14,0	34,9	2.237
Ovest - Rho Fiera	59,4	46,5	115,11	77,76	68,37	36,15	27,8	48,0	89,1	2.399
Zara - Brianza	66,0	61,4	90,17	73,59	59,50	45,20	7,4	22,5	31,6	2.414
Offerta Luxury	67,5	65,7	415,23	391,69	280,47	257,32	2,8	6,0	9,0	1.946
Offerta Upper Upscale	75,9	72,4	165,47	139,20	125,52	100,76	4,8	18,9	24,6	5.778
Offerta Upscale	64,9	57,1	116,38	94,88	75,56	54,18	13,7	22,7	39,5	6.707
Offerta Midscale	68,1	62,5	95,72	76,96	65,14	48,11	8,9	24,4	35,4	3.259
Offerta Economy										

## 6. I METODI DI VALUTAZIONE AZIENDALE

Una trattazione veramente esaustiva delle metodologie di valutazione d'azienda travalica l'oggetto del presente elaborato, il cui obiettivo è invece quello di pervenire all'utilizzo della metodologia più coeva alla realtà imprenditoriale dell'azienda oggetto di valutazione.

Vengono in ogni caso di seguito sinteticamente illustrate le diverse metodologie di valutazione d'azienda.

Per la ricerca del valore di mercato di un'azienda, la dottrina e la prassi, hanno elaborato 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 quattro diversi macro-gruppi:

- Metodo finanziario;
- Metodo reddituale
- Metodo patrimoniale;
- Metodo dei multipli;

### 6.1 IL METODO FINANZIARIO

Il metodo finanziario basa la valutazione dell'azienda sul valore attuale dei flussi di cassa futuri disponibili per la remunerazione dei fattori produttivi impiegati dopo avere accantonato le risorse finanziarie necessarie a sostenere l'attività aziendale. In buona sostanza il metodo finanziario permette di valutare l'azienda in funzione della sua capacità, presente e prospettica, di remunerare gli investitori basandosi sui flussi



di cassa generati dalla gestione operativa al netto delle imposte. E' sicuramente un metodo razionale ma poco obiettivo per l'aleatorietà delle previsioni dei flussi monetari, in particolare della loro entità e del loro momento di manifestazione.

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  $W2 = F.C. \cdot a n^{-i}$

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*:

$$W = \sum \frac{CF_0}{WACC} + VR - D$$

b) al *levered cash flow method*:

$$W = \sum \frac{CF_n}{K_e} + VR$$

ove:

$\sum CF_0 / WACC =$  *valore attuale dei flussi di cassa operativi*

$\sum CF_n / K_e =$  *valore attuale dei flussi di cassa netti*

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

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

Il metodo finanziario è universalmente considerato il metodo logicamente più corretto. Esso però abbisogna di un sistema informativo aziendale molto sofisticato ed in grado fornire previsioni finanziarie dotate di un alto grado di attendibilità per più esercizi futuri.

## 6.2 IL METODO REDDITUALE

Il metodo reddituale, che poggia le proprie fondamenta sui medesimi pilastri teorici di quello finanziario (si basa sull'attualizzazione dei flussi reddituali attesi), è considerato per l'appunto, una semplificazione di quello finanziario. La sua

equivalenza sostanziale al metodo finanziario, nasce dal fatto che nel medio/lungo periodo i flussi finanziari attesi tendono ad equivalere a quelli reddituali.

Il metodo reddituale fonda il valore dell'azienda sulla sua capacità di generare reddito ed ha come obiettivo quello di valutare l'azienda come complesso unitario sulla base della relazione valore = redditività. Esistono due tipologie di metodo reddituale: il metodo reddituale semplice e il metodo reddituale complesso. Il primo si basa sulla stima dei flussi di reddito costanti, dove per reddito si intende il reddito normalizzato, vale a dire un reddito che esprime una misura equilibrata di redditività, destinata a durare nel tempo e depurata da ogni sua componente straordinaria onde evitare il rischio di rendere inattendibile il risultato della valutazione. Ai fini della determinazione del reddito si ritiene che la tecnica preferibile sia quella basata sul principio di conservazione dei redditi storicamente ottenuti in tempi recenti (metodo dei risultati storici). Il secondo, evoluzione del precedente, attualizza i flussi di reddito previsti anno per anno, fino a conclusione dell'orizzonte temporale preso in considerazione. Tale applicazione trova spazio solo in caso di aziende che elaborano programmi di gestione di durata non superiore ai 5 anni.

Il metodo reddituale, rispetto a quello finanziario, ha il merito di richiedere una base dati meno sofisticata. Infatti anche nelle medie e piccole aziende esistono delle previsioni economiche capaci di simulare per un dato orizzonte temporale i redditi attesi.

### **6.3 IL METODO PATRIMONIALE**

Il metodo patrimoniale e i suoi così detti derivati: metodo patrimoniale semplice e metodo patrimoniale complesso sono i più tradizionali, e forse quelli più usati.

I metodi patrimoniali misti hanno anch'essi una consolidata tradizione; fra questi, quello che attualizzando i sovraredditi fornisce una stima autonoma dell'avviamento, pare essere quello più convincente, oltre che quello più accettabile dal punto di vista teorico. Ma se per i metodi finanziari e reddituali il più delle volte è arduo contare su una buona base dati, la stima autonoma dei sovraredditi pare ancora di più difficile determinazione.

I metodi patrimoniali richiedono un accurato esame di tutti gli aggregati del patrimonio, i quali vengono riespressi (ovvero rettificati) in base a criteri di valutazione, che per la maggior parte dei casi, differiscono da quelli utilizzati per la

redazione del bilancio di esercizio. In generale quindi, l'espressione del patrimonio a valori correnti comporta la valutazione delle voci nell'ipotesi di realizzo separato dei vari cespiti.

Il metodo patrimoniale semplice fin qui descritto si arricchisce dell'aggettivo complesso, allorché agli elementi patrimoniali stimati a valori correnti si aggiunge la stima autonoma del valore dei beni immateriali. I beni immateriali, spesso inespressi nei bilanci, consistono in beni in qualche modo identificabili, misurabili e che possono essere oggetto di investimento, e/o di cessione. Tali beni di solito si dividono in commerciali (spese di penetrazione di mercati, marchi, spese commerciali) e di ricerca o industriali (brevetti, *Know how*, processi produttivi, formule ecc.). Una considerevole differenza con il metodo patrimoniale semplice, che come sopra precisato può essere una somma di separate ipotesi di realizzo dei beni componenti il patrimonio aziendale, consiste nel fatto che, l'approccio patrimoniale complesso per definizione tende a considerare il complesso aziendale come pro-tempore inscindibile, infatti i valori dei beni immateriali inespressi sono tali solo se si assume il complesso aziendale come tale.

#### 6.4 IL METODO DEI MULTIPLI

Altro metodo di valutazione è quello che nella prassi viene definito metodo dei multipli. Nella valutazione tramite multipli, il valore dell'azienda deriva dal prezzo di mercato di alcune caratteristiche quantità aziendali riferite a società quotate paragonabili, come ad esempio gli utili, i flussi di cassa, il patrimonio netto o il fatturato. L'attrattività di questo metodo deriva dalla sua facilità di utilizzo, i multipli infatti possono essere impiegati per ottenere delle stime veloci del valore di impresa e sono particolarmente utili quando esiste un numero ampio di imprese confrontabili quotate nei mercati finanziari e il mercato mediamente stabilisce per esse prezzi corretti. La relativa semplicità del calcolo tuttavia può far sì che tali indicatori siano facilmente manipolabili e suscettibili di utilizzi impropri, soprattutto nel caso in cui si riferiscano ad aziende non del tutto simili.

Il metodo dei multipli si distingue in: metodo dei multipli di mercato e metodo basato sull'*enterprise value*.

Nel primo caso il ricorso ad una analisi imperniata su multipli presuppone una valutazione di tipo comparativo fra aziende operanti nel medesimo settore. Con questo approccio il prezzo viene rapportato a differenti variabili specifiche d'azienda

che acquistano significato ed importanza differenti a seconda del settore di appartenenza dell'impresa. E' quindi importante capire quale sia il multiplo più idoneo per ogni tipologia di impresa.

Nella prassi il più frequentemente usato è il rapporto prezzo/utili. Tale multiplo infatti risulta piuttosto intuitivo, è semplice da calcolare ed è ampiamente disponibile. Tuttavia il rischio implicito del metodo è rappresentato dal fatto che non vengono esplicitate ipotesi di crescita, di rischio e di dividendo, finendo così per rapportare valori che concettualmente si riferiscono a differenti periodi.

Il secondo metodo invece si fonda sul concetto di *enterprise value*, calcolato sommando la capitalizzazione di borsa all'indebitamento finanziario netto della società da valutare.

I multipli maggiormente in uso sono: Rapporto Enterprise Value/Fatturato – Rapporto Enterprise Value/Margine Operativo Lordo – Rapporto Enterprise Value/Reddito Operativo. In questo caso il valore della capitalizzazione di borsa viene sommata al valore dei debiti finanziari e il valore che ne deriva viene rapportato a grandezze desumibili dal bilancio, al netto delle componenti della gestione finanziaria dell'impresa.

Questa metodologia è ampiamente utilizzata nei mercati finanziari e integra perfettamente il metodo dei multipli di mercato. Nella prassi, vengono create delle banche dati che raccolgono la serie storica delle transazioni di settore sia di aziende quotate sia che non quotate, dalle quali si attinge per stimare rapidamente il valore probabile di una data azienda, applicando i multipli di mercato ad una grandezza chiamata EBITDA, definita come Margine Operativo al lordo degli ammortamenti ed accantonamenti.

## 7. LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE

La dottrina aziendalistica<sup>3</sup> e la prassi professionale, concordano nel ritenere che la valutazione di un'azienda costituisca un problema complesso, la cui corretta

---

<sup>3</sup> M. Massari – Il valore di mercato delle aziende, Giuffrè Editore; L. Guatri – La valutazione delle aziende, Egea 1990 – L. Guatri M. Bini – Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Egea 2008; D. Balducci – la valutazione delle aziende, FAG 2009; C. Chiaccherini, V. Perrone, F. Perrini – I – Valuation, intangibili, competitività e valutazione d'impresa. - Egea 2008; L. Guatri – La teoria di creazione del valore, Egea 1991 – R.A. Brealey, S.C. Myers – Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill 1995; T.E. Copeland, J.F. Weston – Financial Theory and Corporate Policy, ADDISON WESLEY; E. Solomon – The Theory of financial Management, COLUMBIA UNIVERSITY PRESS; C. Chiaccherini, V. Perrone, Francesco Perrini – i valuation, Egea 2008 – A. Damodaran – Valutazione delle aziende, Maggioli Editore 2014 – G. Liberatore, A. Amaduzzi, E. Comuzzi, O. Ferraro – La Valutazione delle aziende in crisi, Giuffrè Editore - 2014.

risoluzione richiede la considerazione di molteplici profili, tra i quali, principalmente, i seguenti:

- i. la tipologia dell'operazione in vista della quale la valutazione è stata richiesta e le sue finalità;
- ii. l'identità, gli interessi e gli scopi delle parti interessate alla transazione, sempre che la valutazione sia effettuata a tale scopo;
- iii. la specificità e lo stato dell'azienda oggetto di stima;
- iv. le informazioni disponibili per la valutazione.

Il variare ed il combinarsi delle possibili configurazioni che i suddetti profili, di volta in volta assumono, contribuisce a mutare, necessariamente, l'approccio e le conclusioni del soggetto chiamato ad esprimere la valutazione.

Nel caso in questione, sotto il profilo sub (i) inerente la tipologia dell'operazione, si tratta di valutare un ramo d'azienda posseduto da una società fallita per le finalità liquidatorie proprie del fallimento che verranno poste in essere attivando procedure di vendita di tipo competitivo.

Il secondo profilo sub (ii) non avrà un peso eccessivo dal momento che la presente *opinion* non è rilasciata a beneficio di specifiche parti che stanno negoziando, da una parte una dismissione, e dall'altro un acquisto, ma solo a beneficio della parte cedente (la Fallita) che vuole conoscere quale sia il prezzo probabilmente esitabile dall'attivazione di procedure di vendita di tipo competitivo.

Il terzo profilo sub (iii) inerente lo stato e la specificità dell'azienda oggetto di valutazione avrà invece una sua specifica rilevanza in quanto l'azienda è stata concessa in affitto dalla Società e il suo stato attuale, concernente il modo con cui viene condotta in affitto, certamente sarà tenuto in considerazione dalla platea di possibili interessati a partecipare alla suddetta procedura competitiva.

Il quarto ed ultimo profilo sub (iv) è altrettanto importante in quanto il processo di valutazione del sottoscritto subisce la limitazione degli elementi documentali che ha potuto analizzare e che sono stati analiticamente elencati nel precedente paragrafo 3.1 e 3.2. In merito è anche il caso di evidenziare nuovamente, e ciò si connette con quanto rilevato in merito al profilo sub (iii), che l'Affittuaria, sebbene informata dal sottoscritto della necessità di acquisire dati recenti inerenti l'andamento della gestione dell'azienda durante il periodo in cui l'ha condotta in affitto (che risale allo scorso agosto 2015), non ha fornito tempestivamente alcun dato, sebbene obbligato

anche contrattualmente a fornire talune informazioni alla curatela anche al fine di permettere il calcolo della parte del canone di affitto variabile che è legato all'andamento del fatturato come previsto dall'art. 5.4 del contratto di affitto d'azienda.

Premesso quanto precede, pare anche il caso di precisare che la *opinion* che il sottoscritto emetterà consisterà un giudizio sul valore del ramo d'azienda, ma che detto valore è nozione ben distinta dal prezzo che in concreto verrà esitato dalla vendita. Tale prezzo, come più avanti vedremo, è anche contaminato dall'essere l'azienda in questione inevitabilmente esercitata su un immobile che sarà anch'esso oggetto del processo di dismissione da parte della Società.

In merito, due dei massimi studiosi della disciplina della valutazione delle aziende<sup>4</sup> offrono un contributo fondamentale in relazione a tale distinzione, precisando che: *“Non è sempre chiaramente percepita, da noi specialisti, la pur chiara distinzione tra giudizi di valore (o, brevemente, valori) e prezzi del capitale e dei suoi titoli rappresentativi. Com'è ben noto ed è stato più volte ripetuto, i prezzi sono dati espressi dai mercati; i valori sono stimati con vari criteri, cioè compiendo scelte di metodo espresse da modelli e formule che contengono una parte (più o meno rilevante) dei «fattori» determinanti del valore (con alcune inevitabili carenze), tradotti in grandezze scelte anche discrezionalmente (con ipotesi/convenzioni) sulla base delle informazioni disponibili (che possono essere incomplete). I valori sono perciò anche opinioni (ovvero sono anche un giudizio). Questo è reso particolarmente evidente dalla rappresentazione dei prezzi quali grandezze determinate, oltre che dai valori intrinseci che essi comprendono e sottintendono:*

- *da fenomeni concernenti i mercati dei capitali, fenomeni esterni all'impresa e per quest'ultima incontrollabili (fluidità, rigidità dei capitali, efficienza dei mercati, ciclo della domanda/offerta dei capitali di rischio, presenza o meno di processi di concentrazione in corso nel settore di appartenenza ecc.);*
- *delle cosiddette leve del prezzo (efficacia della comunicazione delle società interessate, loro credibilità, «cura» del mercato ecc.).”*

Tale fondamentale distinzione è anche rinvenibile nei PIV, entrati in vigore lo scorso 1 gennaio 2016. In particolare, il principio I.6.1 dispone che: *“L'esperto deve precisare la configurazione di valore prescelta, avendo presente da un lato le differenze fra prezzo, costo e valore; dall'altro le finalità della stima”*, precisando nel relativo commento al suddetto principio che: *“Il prezzo è il corrispettivo richiesto, offerto o pagato per l'acquisizione*

---

<sup>4</sup> Vedasi L. Guatri, M. Bini – Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, EGEE, edizione 2009, pag. 32.

*dell'attività reale o finanziaria da valutare. Si tratta di una grandezza empirica, influenzata da tutte le variabili che incidono sulla domanda e sull'offerta e che, pertanto, può discostarsi dal valore dell'attività”.*

## 8. IL VALORE DELL'AZIENDA RISULTANTE DALL'APPLICAZIONE DEL METODO REDDITUALE

### 8.1 PREMESSA

I PIV, molto opportunamente nel principio III.1.16 stabiliscono che: *“Nella selezione del metodo di valutazione, l'esperto deve essere consapevole dell'esigenza di formulare scelte motivate, coerenti con le caratteristiche dell'azienda, o del ramo aziendale considerato, la configurazione di valore ricercata; le finalità della stima; e la base informativa disponibile. Sono da evitare aggregazione di metodi che non esprimono un razionale percorso valutativo.”*

Nel rispetto di questo principio cardine, deve essere nuovamente messo in evidenza che il sottoscritto non dispone di elementi prospettici da valutare, inerenti alle previsioni di andamento economico del ramo d'azienda nei prossimi anni ma solo di una serie di dati storici che riguardano la società MFN la quale ha esercitato l'attività alberghiera nel lasso temporale che va dal 01.01.2010 al 05.03.2015, prima di essere dichiarata fallita dal Tribunale di Milano.

Conseguentemente, la scelta motivata che deve essere presa dal sottoscritto sul metodo prescelto, consiste nel considerare innanzi tutto i conti economici storici registrati dal ramo d'azienda in questione, come una buona approssimazione di quelli che potranno essere registrati in futuro, senza investimenti che attengano alla modifica sostanziale della combinazione produttiva aziendale (PIV III.1.27).

Detto assetto pare del tutto coerente con la finalità della presente *opinione* che è quella di orientare gli organi della procedura fallimentare nella operazioni di vendita con procedure di evidenza pubblica. La Società quindi deve realizzare la vendita del ramo d'azienda nello stato in cui si trova, in mancanza della possibilità di intervenire sulla redditività dell'azienda, che tra l'altro, in questo caso trova anche il limite “fisico” della struttura attuale dell'immobile a destinazione alberghiera ove l'attività viene esercitata, e di effettuare ulteriori investimenti volti ad aumentare le potenzialità dell'azienda stessa che per tale motivo può essere valutata solo sulla base dei risultati economici storici che ha realizzato.

Quello che precede rappresenta l'assunto concettuale di base inerente la possibilità di dare un valore ad una azienda in crisi peraltro, come in questo caso, assoggettata ad una procedura di liquidazione fallimentare. Infatti, come osservato da autorevole dottrina che ha trattato la specificità della valutazioni delle aziende in crisi<sup>5</sup> : *“In buona sostanza, la determinazione del valore economico del capitale di una azienda in crisi presuppone che essa sia in grado di operare come sistema “duraturo” ed “autonomo”, ovvero sia come istituto atto a perdurare nel tempo in un ambiente che cambia e che sia capace di operare, facendo affidamento sulle proprie risorse e capacità, senza ricorrere in modo sistematico, a sostegni esogeni”*.

Il ramo d'azienda in questione pare quindi essere dotato di questa capacità che lo rende uno *steady case*, ovvero una situazione aziendale sufficientemente stabilizzata. I cui flussi reddituali – sia pure nella loro versione storica – paiono essere, come infra illustrato, sufficientemente *armonici, stabili* e quindi *normalizzati*.

Quanto sopra induce la scelta del metodo reddituale puro quale metodo che meglio approssima la stima del valore di questo ramo d'azienda determinato sulla base della proiezione futura del reddito medio normalizzato osservato storicamente.

Come già evidenziato nel precedente paragrafo 6.2 il metodo reddituale puro si fonda sulla capitalizzazione, ad un prefissato saggio di capitalizzazione, del reddito medio futuro atteso come producibile da una azienda. Detto metodo si basa sulla proiezione nel tempo di una misura di reddito unico, normale e costante. Esso quindi consiste dell'approssimazione di un reddito espressivo della durevolezza, in una sorta di *steady state*, del reddito futuro ritraibile dall'azienda per un periodo di tempo sostanzialmente illimitato.

L'algoritmo di riferimento per la determinazione del valore del capitale economico in questa accezione è il seguente:

$$VA = RN/k + Vcmba$$

Dove  $VA$  = valore del capitale economico dell'azienda;

$RN$  = reddito netto medio, normale atteso dall'azienda negli anni a venire;

$k$  = tasso di capitalizzazione del flusso reddituale medio, normale atteso;

$Vcmba$  = Valore corrente di mercato dei beni accessori.

---

<sup>5</sup> G. Liberatore, A. Amaduzzi, E. Comuzzi, O. Ferraro – La Valutazione delle aziende in crisi, Giuffrè Editore - 2014



In merito a quest'ultima componente del valore si specifica da subito che in questo caso non sussiste, non essendoci collegati al ramo d'azienda oggetto di valutazione, beni di carattere accessorio rilevanti.

## 8.2 IL TEMA LEGATO ALLA DETERMINAZIONE DEL TASSO DI CAPITALIZZAZIONE

Coerentemente con l'indicazione fornita dai PIV al punto I.20.2, vista la scelta del metodo di valutazione reddituale puro, verrà scelto un tasso di capitalizzazione unico e di tipo semplificato.

Il tasso è costruito come somma fra il tasso degli investimenti senza rischio ed il tasso di rendimento atteso per la specificità dell'azienda nella quale si vuole effettuare l'investimento, detto anche premio per il rischio.

Tale nozione di tasso altro non è che l'esplicitazione di un approccio razionale all'investimento da parte di un investitore disposto a correre il rischio di impresa che quindi ha due specifiche aspettative dal proprio investimento. La prima è quella di ricevere una remunerazione dal capitale investito perlomeno uguale a quella che ritrarrebbe sul mercato finanziario investendo in titoli a basso rischio. A detta remunerazione minima, il suddetto investitore si aspetta di aggiungere quella derivante dal mercato e/o settore specifico in cui effettua il proprio investimento di tipo imprenditoriale.

Nello specifico il tasso di attualizzazione è stato calcolato come segue:

$$i = R_f + (R_m - R_f) \times \text{beta}$$

- Tasso privo di rischio ( $R_f$ ): la componente *risk free* è stata quantificata osservando, alla data di redazione della presente, la media dei principali titoli obbligazionari dotati di tripla A, che mostrano rendimenti che si attestano intorno all'1,1%;
- Premio per il rischio azionario ( $R_m - R_f$ ): il premio per il rischio viene solitamente rappresentato quale media dei rendimenti di lungo periodo di un paniere di titoli azionari o di un indice di borsa, al netto della media dei rendimenti di investimenti privi di rischio. Il premio per il rischio è stato pertanto assunto pari al 10%;
- Il coefficiente beta (*beta*): nel caso specifico il coefficiente beta è stato ricavato considerando quello di cinque società (internazionali) operanti nel

settore alberghiero<sup>6</sup>, calcolando poi la media aritmetica. Il beta di settore è stato quindi assunto pari allo 0,91.

Dall'applicazione della formula sopra riportata, ne deriva che il tasso di attualizzazione utilizzato è pari al 10,20%.

### 8.3 LA CONNESSIONE DEL PRESENTE ELABORATO CON LA PERIZIA IMMOBILIARE DEL GEOM. MICHELE FERRARA

Nel caso in questione, deve essere opportunamente evidenziato che la *opinion* che lo scrivente si appresta a rilasciare, dipende in maniera considerevole dal lavoro di valutazione effettuato da altro perito. Infatti, la Società che ha richiesto entrambe le perizie, nell'elaborare il piano di liquidazione, deve determinarsi sulla tipologia di liquidazione da effettuare e se vi sia separabilità fra il lotto "azienda alberghiera" ed il lotto "immobile strumentale alberghiero". E' evidente, infatti, che è possibile reperire sul mercato investitori interessati alla sola gestione alberghiera rispetto ad investitori interessati ad un investimento di mera detenzione immobiliare ma, la separabilità dei lotti, almeno secondo la convinzione dello scrivente è possibile solo se entrambi gli investitori possano trarre dal loro investimento, la redditività di mercato per la specifica tipologia di investimento.

Ciò equivale ad affermare che, vista l'inscindibilità fra azienda alberghiera ed immobile alberghiero, vi sarà la possibilità di realizzare la vendita in lotto separati se l'azienda alberghiera sarà in grado di remunerare adeguatamente la componente immobiliare.

Come vedremo nel successivo paragrafo 8.4, vi sono delle aree di valore in cui non sarà possibile separare i due lotti (essendo più conveniente la vendita congiunta), ed altre aree di valore in cui i due *asset* potrebbero avere valori distinti.

Questa commistione di valori non dipende esclusivamente dalle analisi condotte dal sottoscritto ma dipendono fortemente dalla valutazione immobiliare che è stata resa dal Geom. Michele Ferrara.

A tal proposito, quando un parere valutativo dipende da altro parere valutativo, il principio I.4.7 del PIV richiede che l'esperto che deve rendere il parere, debba necessariamente sottoporre a revisione critica il parere reso dall'altro esperto.

---

<sup>6</sup> Si tratta delle catene alberghiere: NHH (beta=1,01), Intercontinental (beta=0,99), Millennium(beta=0,77) Accor (beta=0,96), Melia Hotel (beta=0,81)

In questo senso lo scrivente concorda con la valutazione del Geom. Michele Ferrara sia rispetto alla metodologia di valutazione adottata (capitalizzazione del reddito), sia riguardo alla scelta del tasso di capitalizzazione utilizzato (6,998%).

Rispetto alla metodologia, il sottoscritto ritiene infatti sia stata utilizzata dal perito quella che meglio si adatta alla tipologia di immobile in questione, dal momento che si tratta di un immobile a destinazione speciale (albergo).

Anche riguardo alla scelta del tasso di capitalizzazione, lo scrivente concorda con la scelta del perito. Considerando infatti la media aritmetica tra i tassi fissi ed i tassi variabili attualmente applicati dagli istituti finanziari per le operazioni di investimento immobiliare (pari a circa il 2,55%) ed in considerazione del fatto che un investitore istituzionale si aspetta un rendimento sul capitale di rischio pari ad almeno 2,5 volte il tasso finanziario, il tasso di attualizzazione utilizzato dal Geom. Michele Ferrara risulta in linea con le aspettative del mercato e, si aggiunge, con il tasso recentemente utilizzato dallo scrivente per una valutazione immobiliare avente connotazioni comparabili.

#### **8.4 LA DETERMINAZIONE DEL VALORE DELL'AZIENDA**

Dalla lettura della perizia redatta dal Geom. Michele Ferrara, emerge che il valore attribuito all'immobile albergo è pari ad Euro 6,3 mln. Tale importo è stato calcolato applicando un tasso di capitalizzazione del 6,998% al reddito potenzialmente attribuibile all'azienda, calcolato dallo stesso perito in Euro 440.425 annui (considerando in via unitaria la gestione dell'azienda alberghiera e l'immobile, ovvero senza considerare un valore dell'azienda indipendente dall'immobile).

Ciò equivale a dire che, il potenziale acquirente dell'immobile albergo, si aspetterebbe di ottenere un rendimento dall'investimento immobiliare (sotto forma di canone di locazione dell'immobile) di Euro 441.000 annui (arrotondato).

Come in precedenza evidenziato, al fine di valutare la redditività storica dell'azienda, lo scrivente si è necessariamente dovuto basare sui dati economici e reddituali della società MFN<sup>7</sup>, registrati nel periodo tra il 2010 ed il 2014. Tali dati sono stati desunti dai bilanci depositati presso il Registro delle Imprese di Milano per gli anni

---

<sup>7</sup> Si ricorda infatti che l'Azienda è stata condotta in affitto da parte della società MFN a partire dal 01.01.2010 fino al 05.03.2015, data nella quale la Fallita ha richiesto la restituzione dell'Azienda per inadempimento da parte di MFN (la quale in data 22.04.2015 ha presentato istanza di fallimento in proprio)

2010, 2011, 2012 e 2013 e dalla bozza di bilancio 2014 depositata da MFN con l'istanza di fallimento in proprio<sup>8</sup>.

Di seguito si propone una tabella riassuntiva dei risultati economici dell'Azienda per i periodi di conduzione da parte di MFN

Descrizione	Actual 2010	Actual 2011	Actual 2012	Actual 2013	Bozza 2014	Media 5 anni
Valore della produzione	833.136,00	1.048.086,00	1.112.087,00	1.405.039,00	1.310.408,15	1.141.751,23
<b>Totale ricavi</b>	<b>833.136,00</b>	<b>1.048.086,00</b>	<b>1.112.087,00</b>	<b>1.405.039,00</b>	<b>1.310.408,15</b>	<b>1.141.751,23</b>
materie primi,sussidiarie, consumo	122.346,00	148.146,00	160.908,00	193.202,00	181.871,47	161.294,69
per servizi	152.577,00	158.061,00	287.806,00	394.828,00	577.028,86	314.060,17
per il personale	160.921,00	287.953,00	345.808,00	402.015,00	409.376,57	321.214,71
<b>Totale costi di produzione (netto affitti)</b>	<b>435.844,00</b>	<b>594.160,00</b>	<b>794.522,00</b>	<b>990.045,00</b>	<b>1.168.276,90</b>	<b>796.569,58</b>
Oneri diversi di gestione	1.600,00	1.144,00	50.707,00	72.658,00	19.017,86	29.025,37
<b>EBITDAR</b>	<b>395.692,00</b>	<b>452.782,00</b>	<b>266.858,00</b>	<b>342.336,00</b>	<b>123.113,39</b>	<b>316.156,28</b>

Lo scrivente ha proceduto a calcolare l'EBITDAR<sup>9</sup> dell'Azienda nei vari esercizi, sottraendo dal valore della produzione, i costi riferibili ai consumi alberghieri, per servizi, per il personale e gli oneri diversi di gestione, procedendo poi a calcolare la media dei cinque anni presi a riferimento.

Dall'analisi emerge un EBITDAR medio pari ad Euro 316.156, dato che rappresenta la normalizzazione della redditività aziendale storicamente registrata dall'azienda. Il dato rappresenta inoltre il valore (massimo) del canone di locazione che l'azienda stessa sarebbe in grado di pagare all'acquirente dell'immobile albergo.

Quindi, la redditività normalizzata storicamente registrata dall'azienda (Euro 316.000 arrotondata), risulta inferiore rispetto al rendimento atteso dal potenziale investitore acquirente dell'immobile albergo (Euro 441.000 arrotondato) che dovesse acquistare l'immobile al prezzo stabilito dal perito Geom. Michele Ferrara di Euro 6,3 mln.

Per quanto sopra esposto, risulta evidente che fino a quando il rendimento atteso dall'investitore acquirente dell'immobile (sotto forma di canone di locazione) sarà superiore alla redditività normalizzata dell'azienda, quest'ultima avrà un valore pari a zero. Ciò in quanto l'azienda, con la sua redditività, non sarebbe nemmeno in grado di pagare il canone di locazione (atteso) al proprietario dell'immobile.

Esiste quindi un *range* di valori di vendita dell'immobile entro i quali lo stesso dovrebbe essere ceduto unitamente all'azienda. Ciò fino a quando il prezzo di

<sup>8</sup> Tale bozza di bilancio non è stata approvata dalla assemblea dei soci.

<sup>9</sup> L'EBITDAR è l'acronimo di Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization, and Rent Costs. Si tratta sostanzialmente del margine operativo dell'azienda al lordo degli interessi, delle tasse, delle svalutazioni, degli ammortamenti e dei canoni di affitto.

vendita dell'immobile albergo determinerà un rendimento atteso per l'investitore (calcolato con il tasso di capitalizzazione del 6,998%), pari alla redditività normalizzata dell'azienda. Tale valore *target* di vendita unitaria dell'immobile e dell'azienda è stato calcolato dallo scrivente in Euro 4.515.580,00 circa. In tale caso, infatti, il rendimento atteso dell'investitore sarebbe pari ad Euro 316.000 ( $4.415.580 \times 6,998\% = 316.000$ ), importo pari alla redditività normalizzata dell'azienda. Anche in questo caso, azienda ed immobile, dovrebbero essere ceduti unitariamente in quanto la redditività dell'azienda sarebbe appena sufficiente a pagare il canone di locazione atteso dall'investitore.

Una volta superata questa soglia, ad ogni decremento di valore del prezzo di vendita dell'immobile corrisponde un incremento del valore dell'azienda. Infatti, ad un valore dell'immobile più basso, corrisponderà un minore rendimento atteso dell'investitore, una maggiore redditività dell'azienda e la conseguente acquisizione di valore della stessa. Sotto la soglia di valore dell'immobile di Euro 4.515.580, quindi, sarà opportuno procedere alla vendita separata di immobile ed azienda.

Nel grafico qui sotto riportato si evidenziano le soglie di valore entro le quali procedere ad una vendita congiunta o separata.

Come evidenziato nel precedente paragrafo 8.4 per determinare il valore dell'azienda (al diminuire del prezzo dell'immobile) lo scrivente ha utilizzato il metodo reddituale applicando alla redditività normalizzata dell'azienda (Euro 316.000) un tasso di capitalizzazione pari al 10,20%.

Sostanzialmente, quando il rendimento atteso diventa minore alla redditività normalizzata dell'azienda, la differenza positiva tra questi due valori, al netto delle imposte, viene rapportata al tasso di capitalizzazione del 10,20% ottenendo così il valore dell'azienda.

Nel nostro caso specifico sono stati ipotizzati diversi scenari qui di seguito riportati

Descrizione	Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3	Scenario 4	Scenario 5
Valore immobile	6.300.000,00	4.725.000,00	4.515.580,00	3.150.000,00	1.575.000,00
Rendimento attesa dall'investitore (6,998%)	441.000,00	331.000,00	316.000,00	221.000,00	111.000,00
EBITDAR normalizzato Azienda	316.000,00	316.000,00	316.000,00	316.000,00	316.000,00
Differenza	-125.000,00	-15.000,00	0,00	95.000,00	205.000,00
Imposte	0,00	0,00	0,00	29.830,00	64.370,00
Differenza	0,00	0,00	0,00	65.170,00	140.630,00
<b>Valore azienda tasso di capitalizzazione 10,20%</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>638.921,57</b>	<b>1.378.725,49</b>

I cinque scenari sopra evidenziati sono stati costruiti dallo scrivente prevedendo un primo tentativo di vendita dell'immobile al prezzo stabilito dal perito Geom.

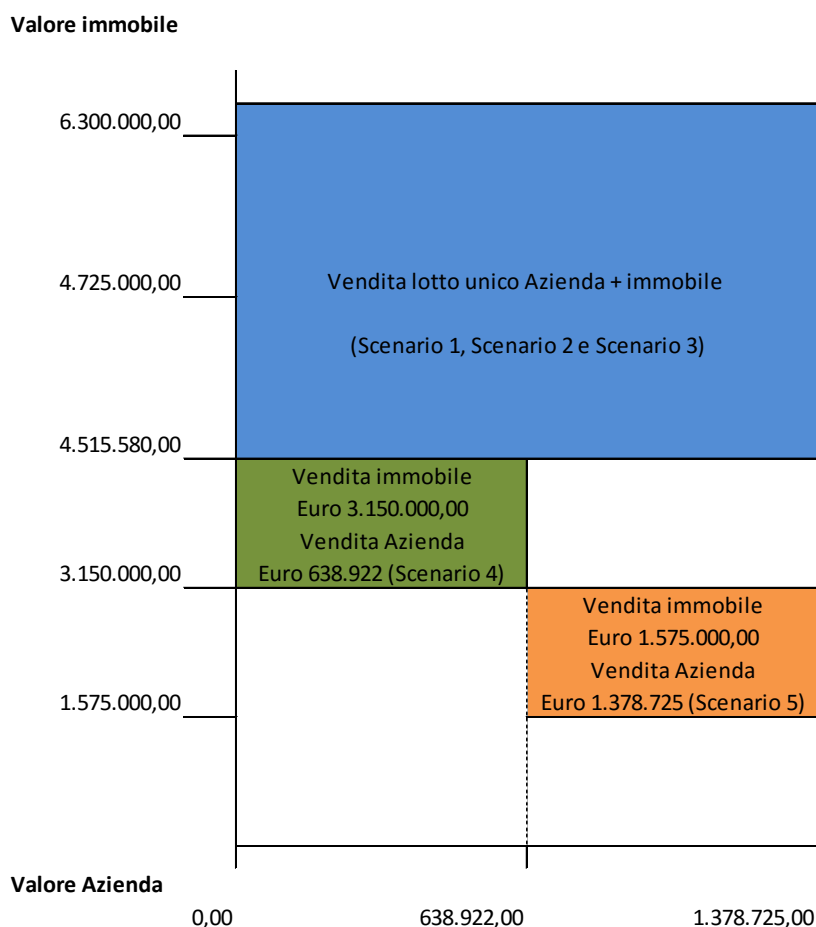
Michele Ferrara nella propria relazione di Euro 6,3 mln. Gli scenari successivi prevedono un abbattimento del prezzo iniziale del 25% ciascuno (ad eccezione dello Scenario 3 costruito al solo fine di evidenziare la soglia minima di prezzo entro la quale sarebbe opportuno cedere l'immobile e l'Azienda in via unitaria).

Di talché:

- **Scenario 1:** vendita unitaria dell'immobile e dell'azienda al prezzo di Euro 6,3 mln;
- **Scenario 2:** vendita unitaria dell'immobile e dell'azienda al prezzo di Euro 4.725.000;
- **Scenario 3:** vendita unitaria dell'immobile e dell'azienda al prezzo di Euro 4.515.580 (soglia limite per la cessione unitaria);
- **Scenario 4:** vendita separata dell'immobile (Euro 3.150.000) e dell'azienda (Euro 638.922 = 65.170/10,20%);
- **Scenario 5:** vendita separata dell'immobile (Euro 1575.000) e dell'azienda (Euro 1.378.725 = 140.630/10,20%).

Lo scrivente evidenzia che non esiste proporzionalità tra la diminuzione del valore di vendita dell'immobile e l'incremento del valore dell'azienda nei diversi scenari, in quanto il tasso di capitalizzazione utilizzato dal Geom. Michele Ferrara nella propria perizia pari al 6,998% differisce da quello utilizzato dallo scrivente per determinare il valore dell'Azienda (10,20%). E' noto infatti che il rischio di impresa di una attività di gestione alberghiera è superiore rispetto al rischio di investimento in una attività di gestione immobiliare.

Di seguito si riporta un grafico riassuntivo degli scenari sopra riportati con evidenza delle soglie entro le quali sarebbe opportuno precedere ad una vendita unitaria o separata dell'immobile e dell'azienda.



## 9. CONCLUSIONI

Per quanto esposto nei precedenti paragrafi lo scrivente ritiene che la Fallita debba procedere ad una vendita unitaria dell'immobile e dell'azienda fino a quando il valore dell'immobile sarà compreso tra **Euro 6,3 mln ed Euro 4,515 mln**. In tale situazione infatti, si reputa che il valore dell'attività alberghiera sia pari a zero in quanto il rendimento atteso dell'investitore acquirente dell'immobile è superiore (o uguale) alla redditività normalizzata dell'azienda.

Gli eventuali successivi tentativi di vendita dell'immobile a valori ribassati del 25% (Scenario 4 e Scenario 5) determinano invece l'insorgere di un valore differenziale dell'azienda che induce lo scrivente a ritenere che la vendita possa avvenire in lotti separati secondo i valori indicati nella tabella che segue

Descrizione	Scenario 4	Scenario 5
Valore immobile	3.150.000,00	1.575.000,00
Valore azienda	638.922,00	1.378.725,00

Con osservanza

Milano, 29 aprile 2016

**Ignazio Arcuri**  
