

**STIMA DEI DIRITTI OGGETTO DEL CONTRATTO DI
AFFITTO D'AZIENDA IN CORSO TRA LE SOCIETÀ
BEST HILL SRL E VILLA RELAIS SRL**

SOMMARIO

1	Oggetto e finalità dell'incarico.....	3
2	Documentazione esaminata e limitazioni	3
3	Le residenze per anziani.....	5
3.1	Tipologie residenziali	9
4	Analisi e caratteristiche dell'Azienda	11
5	Le metodologie di stima del capitale economico d'azienda	12
5.1	Le possibili configurazioni del capitale d'azienda	12
5.2	I metodi di valutazione del capitale economico	13
5.3	Le metodologie di valutazione del capitale economico	13
5.4	I metodi di valutazione basati su grandezze stock	15
5.5	I metodi patrimoniali complessi.....	15
5.6	Il metodo patrimoniale semplice	16
5.7	I metodi semplificati reddituali.....	17
5.8	Il metodo dei multipli	21
6	Scelta della metodologia valutativa	24
7	Valutazione dei diritti oggetto del contratto di affitto d'azienda	25
7.1	La stima del valore potenziale dei diritti oggetto del contratto di affitto d'azienda: il metodo semplificato reddituale.....	25
7.2	Applicazione metodo dei multipli di Borsa di società comparabili	34
8	Conclusione - valore dei diritti oggetto del contratto di affitto d'azienda	35

1 OGGETTO E FINALITÀ DELL'INCARICO

Il sottoscritto Francesco Saverio Verga, Dottore Commercialista, con studio in Roma, in Via Flaminia 213, francesco.verga@legalmail.it, ha ricevuto dalla Dott.ssa Lorena De Cesare, Curatore Fallimentare della Società a Responsabilità Limitata, Villa Relais Srl, C.F. 10528811002, con sede in Via Cristoforo Colombo 440, ROMA, di cui alla Procedura n. 786/2018, con Sentenza N. 803/2018 del 15/11/2018, G.D. Claudio Tedeschi, l'incarico di effettuare la stima dei diritti oggetto del contratto di affitto d'azienda e dei beni inventariati ("di seguito anche azienda) in corso tra la Villa Relais Srl e Best Hill Srl.

Il sottoscritto dichiara di essere iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Roma al n. AA_7093, nonché al n. 120250 del Registro dei Revisori Contabili, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 13 del 13/02/2001.

Il presente elaborato è basato su dati contabili, amministrativi e gestionali della società che sono stati inviati allo scrivente dalla curatela fallimentare e sui quali non è stata effettuata, in quanto non dovuta, alcuna attività di revisione e non costituisce fonte di obbligazione o responsabilità dello scrivente per finalità differenti dalla stima dei diritti oggetto del contratto di affitto d'azienda.

Pertanto la presente relazione è da ritenersi valida solo ed esclusivamente per l'incarico di cui sopra.

2 DOCUMENTAZIONE ESAMINATA E LIMITAZIONI

Si rileva che tutta la documentazione, contabile-amministrativa, utilizzata per la stima del valore dell'azienda, consegnata dalla curatela fallimentare, è rappresentata da:

- Contratto di affitto di azienda tra la Villa Relais Srl e Best Hill Srl dell'01/07/2009;
- Situazione contabile, 01/01/2018 - 15/11/2018;
- Bilancio di esercizio al 31/12/2016;
- Bilancio di esercizio al 31/12/2015;
- Bilancio di esercizio al 31/12/2014;
- Unico 2018, Redditi 2017;

- Unico 2017, Redditi 2016;
- Unico 2016, Redditi 2015;
- Unico 2015, Redditi 2014;
- Unico 2014, Redditi 2013;
- Comunicazione IVA, anno di imposta 2017;
- Modello Iva 2018, anno di imposta 2017;
- Corrispettivi, gennaio – ottobre 2018;
- Verbale d'Inventario del 30/11/2018, redatto dal coadiutore del Curatore in presenza del cancelliere della procedura;
- Listino prezzi in vigore;
- Visura Storica;
- Scrittura privata integrativa e modificativa del contratto di affitto di azienda del 17/04/2019.

Si ribadisce che il perito non si assume alcuna responsabilità in merito alla veridicità, completezza ed esattezza degli stessi.

Con la presente non viene formulata alcuna dichiarazione od opinione che possa essere ritenuta vincolante per la redazione del Bilancio d'esercizio.

Essa non potrà essere comunicata ad alcun soggetto diverso dal conferente, non potrà essere utilizzata per fini diversi da quelli strettamente connessi all'incarico ricevuto, ed il relativo contenuto o la sua esistenza non potranno essere comunicati e/o diffusi, in tutto o in parte, senza il mio preventivo consenso scritto, ad organi di controllo i.e. Collegio Sindacale, Società di Revisione, Borsa Italiana, Consob, o utilizzata nell'ambito di procedimenti giudiziari o arbitrari se non indicati dalla legge in oggetto o dall'incarico ricevuto.

In tal senso si rileva che il lavoro svolto e le conclusioni raggiunte devono essere interpretate alla luce delle seguenti assunzioni e limitazioni:

- La valutazione è stata fatta in base al criterio dell'autonomia (stand-alone) ed asset;
- La valutazione è effettuata alla luce di elementi ragionevolmente ipotizzabili e pertanto non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e/o non prevedibili (ad. Es. nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale e degli scenari politici e sociali, ecc);

- Tutte le informazioni necessarie per lo svolgimento dell'incarico vengono fornite direttamente dalla curatela fallimentare, cui è demandata pertanto la responsabilità dell'accuratezza e completezza delle stesse;
- L'incarico non contempla lo svolgimento di alcuna procedura di revisione contabile, né la verifica dell'esistenza di potenziali passività non registrate di natura fiscale, legale, previdenziale o di altro genere;

3 LE RESIDENZE PER ANZIANI

L'invecchiamento della popolazione è uno dei fenomeni più significativi del XXI secolo ed ha conseguenze importanti e di ampia portata per tutti i settori della società. La sua progressione risulta più rapida nei paesi a sviluppo avanzato. L'invecchiamento, infatti, è un primo sintomo di sviluppo, in quanto una longevità sempre in aumento è uno dei grandi successi dell'umanità. Si vive più a lungo, infatti, grazie ad una migliore alimentazione, igiene, progressi nel campo della medicina, istruzione e benessere economico. Ad oggi la speranza di vita alla nascita è di 88 anni in 33 paesi del mondo. Nel mondo la percentuale di ultrasessantacinquenni, sul totale della popolazione, è passata dal 5,2% del 1950 al 7,6% nel 2010, mentre nei paesi del OCSE si è passati dal 7,7% al 14,8%. Nei paesi dell'Ue27, invece, dove la cosiddetta Transazione Demografica si è realizzata prima, la percentuale di over 65 è andata dall'8,9 di metà secolo scorso al 17,5% attuale. La percentuale di anziani è, chiaramente, destinata ad aumentare ulteriormente in futuro (fino a quasi il 30% nei paesi europei) . L'Italia è, attualmente, il Paese più vecchio d'Europa, con una percentuale di ultrasessantenni che supera ormai il 20%. Il processo di invecchiamento della popolazione in Italia ha avuto origine già nel corso del Ventesimo secolo, acuendosi a partire dagli anni Ottanta. Valutando i dati degli ultimi 50 anni, è possibile rilevare la progressiva crescita della speranza di vita alla nascita: dal 1961 al 2011, quella maschile è passata da 67,2 anni a 79,3 anni, mentre quella femminile da 72,3 a 84,8 anni. L'età media della popolazione è cresciuta da 33,5 a 43,5 anni, sempre tra il 1961 e il 2011, come conseguenza della maggiore concentrazione di popolazione anziana . L'Istat, nel rapporto annuale del 2014, rileva che, per effetto di una fecondità particolarmente bassa, che ha causato negli anni la progressiva riduzione numerica delle nuove generazioni e dell'aumento

della sopravvivenza, che garantisce alle vecchie generazioni una permanenza in vita sempre più lunga, l'invecchiamento della popolazione, con le relative ripercussioni in campo sociale ed economico, rimane una delle principali caratteristiche del Paese. Nel 1980 risiedevano in Italia oltre 7 milioni di persone ultrasessantacinquenni, pari al 13,1% della popolazione. Al 1° gennaio 2014 la popolazione di 65 anni e più è di oltre 13 milioni (oltre il 20% della popolazione residente), di cui il 59% è costituito da donne. L'analisi della struttura per età di una popolazione considera tre fasce di età: giovani 0-14 anni, adulti 15-64 anni e anziani 65 anni ed oltre. In base alle diverse proporzioni fra tali fasce di età, la struttura di una popolazione viene definita di tipo progressiva, stazionaria o regressiva a seconda che la popolazione giovane sia maggiore, equivalente o minore di quella anziana. Oggi ci troviamo in una situazione di tipo regressivo, come dimostrano i dati censiti da Istat.

Tale fenomeno di invecchiamento demografico è strettamente legato ad un altro fenomeno: il continuo aumento della richiesta di servizi socio – assistenziali. Nei prossimi anni, dunque, la domanda di tali servizi è destinata ad aumentare in modo considerevole, specie per quanto riguarda l'assistenza continuativa. L'affermarsi di questi bisogni è sempre più giustificato, quindi, sia dal progressivo invecchiamento della popolazione, con un forte incremento degli over 80 e dei casi di demenza e di Alzheimer, sia dal forte incremento del numero delle famiglie cosiddette mononucleari, sia, infine, dalla progressiva evoluzione del sistema ospedaliero verso l'assistenza per i soli casi acuti. Le residenze per anziani sono la forma più elevata e completa di servizio socio-sanitario.

Lo stretto rapporto che intercorre tra anziani e individui portatori di handicap impone precise direttive progettuali per consentire loro una piena fruibilità all'interno di queste residenze.

L'anziano, però, non deve essere visto necessariamente come un portatore di handicap, anche se, a seconda dei casi, può esserlo per la sua età o per la sua condizione fisica. Ciò è dovuto agli inevitabili effetti dell'invecchiamento e alla presenza di eventuali malattie che, in generale, si manifestano con la riduzione della capacità di prestazione massima a causa dei cambiamenti legati all'invecchiamento che possono essere considerati come fisiologici o reali alterazioni patologiche.

L'Organizzazione Mondiale della Sanità (O.M.S.) definisce anziano un uomo che abbia superato i 65 anni di età e vecchio quello che ne ha più di 75. Anzianità e invecchiamento, però, non compaiono all'improvviso dopo tali limiti di età, ma sono il risultato di un lento declino delle funzioni fisiologiche e della degenerazione degli organi, che inizia precedentemente o successivamente, in relazione ai casi specifici.

La soluzione abitativa ottimale per l'anziano è quella di non allontanamento dal proprio contesto residenziale in modo da poter conservare i legami con le persone e i luoghi di tutta una vita; devono essere, inoltre, garantite ottimali condizioni abitative, ambientali e psicologiche, consentendo agli ospiti di conservare la propria individualità.

Lo scopo dei servizi residenziali non è, in senso stretto, solo quello di garantire all'anziano una struttura abitativa, singola o collettiva, ma anche una serie di prestazioni di carattere sociosanitario, che assumono rilevanza sotto il profilo della prevenzione, della cura e della riabilitazione. Questo sistema permette di ridurre i ricoveri ospedalieri, garantendo, in primo luogo, l'assistenza di tipo continuativo a coloro che non sono fisicamente autosufficienti. Altre forme di assistenza, di tipo integrativo, inoltre, cercano di eliminare l'emarginazione sociale e, soprattutto, l'autoemarginazione dell'individuo. In riferimento alla condizione fisica, una persona anziana può essere:

- Autosufficiente: quando ha la capacità di accudire se stesso, di soddisfare le minime esigenze personali (lavarsi, vestirsi, alimentarsi, ecc.) e in grado di spostarsi all'interno ed all'esterno della struttura abitativa;

- Non autosufficiente: quando non è in grado di accudire se stesso, né di spostarsi all'interno e all'esterno della struttura abitativa; è la condizione delle persone obbligate a letto.

Da ciò deriva, anche una differenziazione tra residenze per anziani non autosufficienti e residenze per anziani autosufficienti.

Le residenze per anziani non autosufficienti devono fornire agli ospiti assistenza diretta (alimentazione, mobilitazione, evacuazione, ecc.) e sanitaria (prestazioni sanitarie di base e specialistico-riabilitative, ecc.).

A tal fine, la capacità ricettiva di tali strutture, per una migliore assistenza agli ospiti, per motivi gestionali e, soprattutto, per una migliore convivenza degli anziani, non dovrebbe essere superiore ai 70-80 posti.

Sono ospiti di tali residenze i malati cronici, con scarse possibilità di recupero dell'autosufficienza, i potenzialmente recuperabili e quelli in stato pre-terminale. Alle prime due categorie, per ridurre il declino psico-fisico, è necessario offrire un contesto abitativo stimolante con funzione riabilitativa, oltre a quello di carattere sanitario allo scopo di migliorare le eventuali capacità residue funzionali.

Le residenze per anziani autosufficienti possono essere costituite:

- Da alloggi autonomi inseriti in normali edifici residenziali;
- Da strutture di tipo collettivo, come le case albergo e le case di riposo.

L'autosufficiente può essere privo di nucleo familiare in grado di accudirlo, in precarie condizioni economico-abitative non eliminabili con soli interventi assistenziali di tipo economico o domiciliare. Tali condizioni possono essere quelle degli anziani che vivono nelle case dei centri storici delle grandi città che, pur umanamente inserite in un contesto vivibile, spesso sono malsane, con scale pericolose, senza ascensore; altre volte, la casa in periferia offre all'anziano alcune comodità, ma lo esclude da tutta una serie di contatti, che sono fondamentali per la qualità della vita.

In questi casi non ha senso intervenire isolatamente sulle caratteristiche dell'alloggio, come la ristrutturazione dei servizi igienici, l'installazione o l'adeguamento dell'impianto di riscaldamento, l'installazione di condizionatori, rilevatori di fughe di gas, ecc., se gli interventi non riguardano anche gli spazi comuni dell'edificio: sistemi di collegamento verticale (ascensori e/o servoscale), rampe per consentire l'accesso all'edificio, situazioni progettuali che devono essere valutate caso per caso. Questi interventi non sempre sono facilmente attuabili negli edifici condominiali, per diversi aspetti (decoro architettonico, motivazioni economiche, ecc.), a differenza di quanto prevede la legge n.13/1989.

L'anziano che vive in strutture residenziali collettive gode della massima libertà in merito a visite e uscite ed una certa autonomia individuale nella personalizzazione del proprio alloggio privato.

Il mantenimento dell'autosufficienza può avvenire con la previsione dei locali per il tempo libero, dove gli anziani possono attrezzare, ad esempio, piccoli laboratori artigianali.

Le strutture residenziali, dunque, non devono configurarsi secondo schemi ospedalieri, ma devono permettere la personalizzazione degli alloggi privati, predisponendo al posto delle opprimenti camere di degenza più comode camere-soggiorno, dotate di servizio igienico, capaci di ospitare un massimo di due posti letto; gli spazi di uso collettivo devono favorire l'aggregazione di piccoli gruppi ed essere privi di barriere architettoniche e sensoriali; lo stesso deve valere per gli spazi di uso comune.

3.1 Tipologie residenziali

Le residenze per anziani, in riferimento alle normative regionali, possono essere di vario tipo:

- case di riposo (centri residenziali per anziani);
- case albergo (comunità alloggio, albergo di riposo);
- case protette (residenze sociali protette, comunità protette, strutture protette, residenze collettive protette);
- comunità alloggio (casa famiglia, appartamento polifunzionali, appartamenti protetti);
- alloggi autonomi (alloggi integrati, alloggi riservati, mini alloggi);
- RSA (Residenze Sanitarie Assistenziali).

Le case di riposo sono residenze collettive costituite da camere a uno o più letti, ciascuna con servizi igienici, e dotate, nel loro complesso, di servizi collettivi e generali, tali da garantire le seguenti prestazioni:

- Servizi di carattere alberghiero;
- Servizi sanitari ed assistenziali, nonché prestazioni di tipo sanitario-riabilitativo, dirette a ripristinare l'autosufficienza;
- Servizi di tipo culturale e riabilitativo.

Sono destinatari delle case di riposo, anziani autosufficienti e semi-autosufficienti che, per loro scelta, preferiscono condurre una vita comunitaria, usufruendo di servizi collettivi. Le camere degli ospiti sono organizzate per nuclei abitativi di non oltre 31 posti letto e la capacità ricettiva

di questo tipo di strutture deve essere compresa tra i 60 ed i 90 posti letto, ripartiti tra i vari nuclei abitativi.

Le case albergo sono residenze collettive costituite da appartamenti minimi e di varia tipologia, dotati di tutti gli accessori per consentire agli occupanti una vita autonoma. Questo tipo di residenza è, poi, supportata da servizi collettivi e generali per fornire agli ospiti le seguenti prestazioni:

- servizi di carattere alberghiero (compresi servizi di lavanderia e stireria degli effetti personali degli ospiti);
- servizi di socializzazione (per coinvolgere gli ospiti a partecipare a momenti di vita comunitaria);
- rispetto della dieta di ogni singolo ospite;
- servizi di protezione (collegamento della residenza con servizi di assistenza continua a carattere sanitario o assistenziale).

Le case albergo, i cui destinatari sono anziani portatori di handicap, autosufficienti o semiautosufficienti, hanno come finalità quella di favorire la vita di coppia in un alloggio idoneo.

La struttura residenziale può essere a sviluppo verticale, orizzontale o in ordine sparso, quando è costituita da più edifici, oppure da vere e proprie case individuali.

La capacità ricettiva della casa albergo deve essere compresa tra i 50 e gli 80 posti, ripartiti tra i vari alloggi, per motivi gestionali e, soprattutto, per meglio favorire la specializzazione tra gli alloggi.

Villa Relais Srl, come indicato nell'oggetto sociale, "*ha per oggetto l'esercizio e la conduzione di case di riposo di cura per anziani*", è una società di capitali a responsabilità limitata con Amministratore Unico, Nataliya Chayka, e capitale sociale di 10.000,00€, che alla data della presente perizia, risulta suddiviso come segue:

- FIORE MASSIMILIANO (50%);
- VILLA VERA S.R.L. IN LIQUIDAZIONE (50%).

4 ANALISI E CARATTERISTICHE DELL'AZIENDA

Come detto in precedenza, Villa Relais Srl, la società fallita, conduce in affitto¹ l'azienda di proprietà della BEST HILL Srl. In tal senso si rileva che l'immobile sito in Roma, Via N. Strampelli n. 192 ove è esercitata l'attività di impresa, non fa parte dell'azienda affittato.

Il curatore della procedura ha informato il sottoscritto che il 17 aprile 2019 è stato sottoscritto una scrittura privata integrativa e modificativa del contratto di affitto d'azienda originario tra la Best Hill srl e la Casa di Riposo. La suddetta scrittura privata, prevede condizioni migliorative del contratto di affitto di azienda in corso tra la Best Hill srl e la Casa di Riposo, con particolare riferimento alla durata dello stesso, prorogata sino al 2029², per l'importo di Euro 159.600,00 (centocinquantanovemilaseicento virgola zero centesimi) annui, oltre IVA nella misura di legge³. In tal senso si ricorda che la proficua attività dello stesso curatore aveva accolto la disponibilità da parte della società concedente a consentire la eventuale cessione a terzi del contratto di affitto di azienda, per la durata residua dello stesso sino al 30/06/2024 nella misura ridotta di € 16.224,00 mensili, IVA inclusa⁴.

Da ultimo si rileva che la Best Hill Srl, ha ottenuto l'autorizzazione al funzionamento della casa di Riposo nell'immobile di cui sopra, con Determinazione Dirigenziale n. 592 del 31/03/2009, del XII Municipio di Roma, a firma della Dssa Daniela Colombo, Responsabile del Procedimento.

La Best Hill, come descritto nel contratto di affitto indicato, "è titolare delle licenze ed autorizzazioni amministrative", oggetto dell'azienda, nelle quali, in forza di quanto indicato nell'articolo 6 del medesimo contratto, è subentrata Villa Relasi Srl.

Passando alla descrizione della struttura, Villa Relais si trova all'interno della Riserva Naturale di Decima Malafede, all'interno di in un parco secolare.

¹ Contratto dell'01/07/2009

² Cfr. Articolo 3 della scrittura privata del 17/04/2019

³ Cfr. Articolo 5 della scrittura privata del 17/04/2019

⁴ Verbale del curatore fallimentare del 26/11/2018

Da quasi 30 anni questa villa di campagna, progettata dallo scenografo regista Flavio Mogherini, alle porte di Roma è stata riconvertita in casa di riposo, pur conservando all'esterno

la sua caratteristica di curata ed elegante architettura.

La struttura ha la possibilità di ricevere fino a 31 ospiti, con sistemazioni in camere singole o doppie tutte dotate di servizi en suite, è inoltre prevista la possibilità del soggiorno giornaliero ed anche per brevi periodi.

Come indicato nel sito internet, *“Le camere sono ampie e luminose, nel rispetto della normativa vigente e secondo gli ultimi parametri residenziali richiesti dalla Regione Lazio, con eleganti letti dalle testate decorate dalla pittrice Tina Loiodice, con televisore a colori, campanello di servizio, ampio armadio, comodino e scrivania. Gli ospiti avranno, inoltre, la possibilità, qualora abbiano piacere, di poter aggiungere o sostituire gli arredi con pezzi personali.”*

Fra i servizi offerti, si segnalano, assistenza specializzata 24 h. su 24 h., visite mediche ed assistenza psicologica a domicilio settimanali, fisioterapia e riabilitazione motoria.

Vi sono quindi ampie zone soggiorno per la lettura, l'ascolto della musica, o semplicemente guardare un programma televisivo e vi è una moderna e attrezzata sala da pranzo

5 LE METODOLOGIE DI STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO D'AZIENDA

5.1 Le possibili configurazioni del capitale d'azienda

Il capitale d'impresa può essere definito “una quantità astratta”, variamente configurabile nel suo valore, in ragione delle finalità della stima e delle ipotesi e congetture assunte a fondamento del processo estimativo.

In funzione delle finalità sottese al processo di valutazione, si distinguono, tra le altre, le seguenti configurazioni di capitale:

- il *capitale di trasferimento*. Il valore del capitale d'impresa è stimato ai fini della “cessione”, intesa in senso lato (e cioè come compravendita, conferimento, fusione, scissione, ecc.), del complesso aziendale, o di sue quote. La stima avviene mediante l'impiego di metodologie fondate su grandezze flusso, flusso-*stock* o puramente *stock*;

- il *capitale di liquidazione*. Tale configurazione di patrimonio è volta a determinare il valore del capitale in sede di cessazione assoluta dell'attività d'impresa, come differenza tra il valore di presunto realizzo e di prevista estinzione, rispettivamente, dei componenti attivi e passivi del patrimonio, atomisticamente considerati;
- il *capitale di trasformazione*. In tale ipotesi, il capitale è quantificato in sede di mutamento della "veste giuridica" sotto la quale l'impresa opera; la valutazione avviene sulla base degli stessi criteri impiegati per la stima del *capitale di funzionamento*;
- il *capitale di funzionamento*. E' una configurazione di capitale atta a misurare il patrimonio dell'azienda, in sede di redazione del bilancio d'esercizio; in tale ottica, i singoli elementi dell'attivo e del passivo sono valutati nell'ipotesi della continuità dell'attività aziendale (principio del *going concern*).

5.2 I metodi di valutazione del capitale economico

Il valore del capitale economico di un'azienda o di un ramo d'azienda è una grandezza che non si fonda su dati totalmente obiettivi e automaticamente determinabili.

Di norma, si conviene che almeno tre sono i requisiti che una metodologia di valutazione del capitale economico d'impresa deve soddisfare per risultare attendibile; essi sono:

- razionalità: il metodo deve essere valido concettualmente e dotato di consistenza teorica;
- obiettività: la metodologia deve essere concretamente applicabile; deve fondarsi su dati certi o almeno credibili o controllabili;
- generalità: il procedimento di stima deve prescindere dalle caratteristiche e dagli interessi delle parti coinvolte nella negoziazione.

Di seguito, si descriveranno le metodologie concretamente applicabili alla stima del capitale economico d'impresa e si evidenzierà quali, alla luce dei requisiti sopra tratteggiati, risultano applicabili al caso concreto.

5.3 Le metodologie di valutazione del capitale economico

I metodi di valutazione delle aziende e dei rami d'azienda vengono correntemente distinti in:

- 1) **DIRETTI**. Tali criteri, ai fini della stima del valore economico del capitale d'impresa, si basano sui prezzi direttamente desunti dal mercato, per quote di capitale dell'azienda oggetto di stima o di imprese operanti nello stesso settore e ad essa assimilabili.

I **metodi diretti**, a loro volta, si articolano in:

- metodi diretti in senso stretto;
- metodi diretti fondati su moltiplicatori empirici;

- 2) **INDIRETTI**. Sono metodologie valutative che fondano la stima del capitale economico su grandezze (quali il reddito, i dividendi, il *cash flow*, il patrimonio) espressive della situazione economica, patrimoniale o finanziaria dell'azienda o ramo d'azienda valutanda.

I **metodi indiretti**, si distinguono in:

- metodi basati su grandezze *stock*, a loro volta ulteriormente suddivisibili in:
 - a. metodi patrimoniali complessi, che considerano nel processo di stima del capitale economico anche il valore dei beni immateriali non contabilizzati;
 - b. metodi patrimoniali semplici, che eguagliano il capitale economico al valore del patrimonio aziendale a valori correnti (patrimonio netto rettificato);
- metodi misti, che stimano il capitale economico come media aritmetica, semplice (metodo tedesco o del valor medio) o ponderata (metodo della media ponderata), del valore determinato applicando differenti metodologie (basate su grandezze flusso o *stock*), ovvero considerano il valore economico del capitale pari alla somma del patrimonio netto rettificato e del *goodwill/badwill* aziendale;
- metodi fondati su grandezze flusso, che a loro volta possono ulteriormente essere suddivisi in:
 - a. metodi fondamentali teorici. Consentono di giungere ad un valore razionale ed equo del capitale economico, anche se risultano di difficile applicazione, in quanto richiedono l'individuazione ed il controllo di un eccessivo numero di parametri: flussi (di reddito, di dividendi o finanziari) puntuali per tutta la vita attesa dell'azienda, valore finale dell'impresa stessa, ecc.;
 - b. metodi semplificati. Prevedono una serie di semplificazioni nella individuazione degli elementi utili alla stima del valore economico del capitale. In ragione di tali semplificazioni

risultano, seppur meno razionali dei criteri fondamentali teorici, maggiormente obiettivi e più facilmente applicabili. Tali metodi sono, dunque, quelli tipicamente adottati per la valutazione delle aziende.

5.4 I metodi di valutazione basati su grandezze stock

I metodi basati su grandezze *stock*, denominati anche “patrimoniali”, si fondano sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell’attivo e del passivo che compongono il capitale dell’azienda o del ramo d’azienda oggetto di stima.

I metodi patrimoniali si articolano in due categorie, definite “metodi patrimoniali complessi” e “metodi patrimoniali puri o semplici”, che saranno analizzate nei paragrafi che seguono.

5.5 I metodi patrimoniali complessi

I metodi patrimoniali complessi si caratterizzano in quanto sommano al valore della sostanza patrimoniale (K') il valore economico dei beni immateriali non contabilizzati posseduti dall’azienda o dal ramo d’azienda oggetto di valutazione; in formula:

$$W = K' + Val. Imm.$$

dove:

W è il valore del capitale economico dell’azienda;

K' è il valore del patrimonio netto rettificato;

$Val. Imm.$ è il valore dei beni immateriali non contabilizzati.

Tali metodi sono ispirati alla teoria del *going concern value*, secondo la quale per costituire una azienda “*ex novo*” è necessario sostenere dei costi che non vengono sopportati nel caso di acquisto di una azienda che già esiste e funziona.

Naturalmente, la formula di cui sopra suppone implicitamente che l’azienda sia in grado di remunerare congruamente il patrimonio netto rettificato comprensivo dei beni immateriali, ovvero:

$$R = i(K' + V.Imm)$$

in cui:

R = reddito atteso;

$$i(K' + V.Imm) = \text{reddito congruo.}$$

Nel caso in cui tale situazione non si verifichi, la stima con il metodo patrimoniale complesso differisce da quella risultante dall'applicazione del metodo reddituale, contraddicendo il principio dell'equivalenza delle formule valutative; pertanto occorre apportare una "correzione reddituale", pari alla differenza tra il reddito atteso e il reddito congruo, attualizzata per un periodo infinito, ovvero per il numero di anni che il perito ritiene necessari a ricondurre l'impresa in condizioni di equilibrio economico.

5.6 Il metodo patrimoniale semplice

Il metodo patrimoniale semplice (o *puro*) eguaglia il valore economico del complesso imprenditoriale oggetto di stima al valore del capitale netto rettificato.

Il patrimonio netto rettificato viene calcolato mediante la riespressione a valori correnti degli elementi dell'attivo e del passivo patrimoniale.

È noto, infatti, che il capitale netto contabile risulta determinato, con riferimento ad una certa data, secondo criteri di valutazione che si ispirano al principio fondamentale della prudenza. Ne deriva che esso, in condizioni di economicità dell'impresa, appare sottostimato rispetto al suo valore corrente. Il procedimento di rettifica si articola nelle seguenti fasi:

1. individuazione degli elementi attivi e passivi del capitale dell'impresa da valutare;
2. revisione contabile delle poste attive e passive;
3. calcolo delle rettifiche da apportare al patrimonio netto contabile;
4. stima finale del patrimonio netto rettificato.

Il valore del patrimonio netto rettificato, pertanto, verrà calcolato per differenza tra l'attivo, riespresso a valori correnti, ed il passivo, riespresso a valori di estinzione; in formula:

$$K' = A' - P'$$

dove:

K' è il patrimonio netto rettificato;

A' rappresenta l'attivo riespresso a valori correnti;

P' costituisce il passivo riespresso a valori correnti.

Nel primo caso, il capitale economico sarà pari al valore attuale dei redditi attesi “normalizzati”;
in ipotesi di perpetuità dei flussi, si ha:

$$W = \frac{RN}{i_c}$$

dove:

RN è il reddito medio normale atteso (o normale standard);

ic è il tasso di congrua remunerazione del capitale economico.

Nel caso di valutazione dell'azienda “in forma mediata”, il valore economico del capitale è pari alla differenza tra il valore economico dell'attivo operativo e il valore economico dei debiti finanziari, cioè:

$$W = A - D.$$

Come appare dallo schema proposto, il valore economico dell'attivo operativo è pari al valore attuale dei redditi operativi normalizzati al netto delle imposte; nell'ipotesi di perpetuità dei flussi, si ottiene:

$$A = \frac{RO(1-t)}{WACC}$$

dove:

A è il valore economico dell'attivo al netto dei debiti di funzionamento;

RO è il reddito operativo medio normale atteso;

WACC è il tasso di remunerazione dell'attivo (Weighted Average Cost of Capital: WACC), calcolato come media aritmetica ponderata dei tassi di remunerazione delle singole fonti di finanziamento (del capitale proprio e dei debiti finanziari); i pesi sono rappresentati dalle proporzioni, calcolate a valori economici, rispettivamente del capitale di rischio e di credito, rispetto al totale dell'attivo.

$$WACC = i_c \frac{W}{W + D} + i_d(1-t) \frac{D}{W + D}$$

Ai simboli già noti si aggiungono:

D, il valore economico dei debiti finanziari;

id, il tasso di remunerazione dei debiti finanziari;

t, l'aliquota d'imposta.

Il valore economico dei debiti finanziari è pari al valore attuale degli oneri finanziari normalizzati al netto delle imposte, ovvero in ipotesi di perpetuità dei flussi:

$$D = \frac{OF(1-t)}{i_d(1-t)}$$

In definitiva, il valore del capitale economico, applicando la metodologia reddituale "mediata", risulta:

$$W = A - D = \frac{RO(1-t)}{WACC} - \frac{OF}{i_d}$$

In ordine alle problematiche poste dall'applicazione di siffatta formula valutativa, occorre precisare quanto segue.

Il reddito atteso viene solitamente stimato facendo riferimento a quattro tecniche principali di previsione, così inquadrabili:

- **metodo dei risultati storici** E' una tecnica basata sull'ipotesi che il risultato atteso sia pari al reddito medio normale conseguito negli ultimi 3 - 5 anni;
- **metodo della proiezione dei risultati storici**. I redditi attesi sono stimati sul fondamento del trend dei risultati storici, mediante l'applicazione di tecniche previsive di derivazione statistica;
- **metodo dei risultati programmati**. Tale metodologia determina i redditi attesi sulla base delle previsioni, normalmente formulate nei piani e nei budget aziendali, sull'andamento economico futuro atteso dell'impresa;
- **metodo dell'innovazione**. Studia l'andamento reddituale della gestione nell'ipotesi che si verifichino, in futuro, talune condizioni e innovazioni considerate, al momento della stima, solo possibili.

La durata del periodo di previsione ha natura necessariamente convenzionale. In generale, si riscontra che o la durata dell'orizzonte temporale viene fatta dipendere da condizioni oggettive e specifiche dell'azienda oggetto di valutazione (come, ad esempio, la durata di una concessione amministrativa), oppure l'orizzonte temporale di vita dell'azienda viene considerato infinito.

Il tasso di attualizzazione dei flussi reddituali deve essere calcolato tenendo conto del principio di coerenza tra tassi e flussi, secondo il quale alle molteplici configurazioni di flussi è opportuno associare la corretta e coerente configurazione di tasso di attualizzazione.

In particolare, ove si tratti di scontare un flusso netto si dovrà impiegare il tasso netto di rendimento del capitale proprio.

Detto saggio viene per norma espresso dal seguente algoritmo:

$$i_c = i_1 + i_2$$

dove:

i_1 è il risk free rate o price of time;

i_2 rappresenta il premio per il rischio.

Per quanto riguarda la stima del primo addendo si suole prendere come riferimento il valore medio del rendimento dei Titoli di Stato degli ultimi 3 o 5 anni antecedenti l'epoca della valutazione, ovvero il rendimento atteso dei Titoli di Stato, qualora si sia in possesso di attendibili previsioni.

Per quanto riguarda il calcolo del premio per il rischio, due sono le tecniche di stima che hanno trovato ampia diffusione nella dottrina e nella prassi valutativa nazionale.

La prima consiste nell'applicazione della Regola di Stoccarda, la quale si caratterizza per il fatto che i flussi reddituali, calcolati nei modi visti in precedenza, vengono abbattuti di una percentuale pari al 30%. In questo caso, il tasso di attualizzazione dei flussi sarà, naturalmente, dato dal solo risk free rate o price of time. A risultati del tutto identici a quelli conseguibili con l'applicazione della Regola di Stoccarda si giunge - nel caso in cui si debba attualizzare un flusso di reddito normale costante per un periodo di tempo indefinito - se si sconta il flusso "pieno" (ovvero non abbattuto di alcuna percentuale) ad un saggio comprensivo del rischio, calcolato mediante la seguente relazione algebrica:

$$i_2 = i_1 \frac{X}{1 - X}$$

dove:

i_2 rappresenta il premio per il rischio;

i_1 è il risk free rate o price of time;

X è la percentuale di abbattimento del reddito.

La seconda tecnica di stima di i_2 è quella che si fonda sul Capital Asset Pricing Model (CAPM); in tal caso i_2 viene determinato nel seguente modo:

$$i_2 = \beta (R_m - i_1)$$

dove:

i_2 è il premio per il rischio d'impresa;

β è il beta-factor relativo al capitale netto: in sostanza esso rappresenta la misura del rischio operativo e finanziario dell'impresa in esame;

$(R_m - i_1)$ è il premio di mercato, essendo R_m il rendimento medio atteso del mercato azionario e i_1 il risk free rate.

Nel caso di utilizzo di un flusso lordo (relativo, cioè, alla gestione operativa) il tasso di sconto da impiegare ai fini dell'attualizzazione dei flussi al netto delle imposte è il costo medio ponderato delle singole fonti di finanziamento aziendali, detto anche WACC (Weighted Average Cost of Capital):

$$WACC = i_c \frac{W}{W + D} + i_d (1 - t) \frac{D}{W + D}$$

in cui:

i_c è il costo del capitale proprio;

i_d è il costo del capitale di credito;

W e D rappresentano rispettivamente i valori economici del capitale proprio e dei debiti finanziari.

5.8 Il metodo dei multipli

I multipli sono divenuti strumento fondamentale di valutazione, con importanza e dignità pari a metodi tradizionali, basati su formule assolute.

L'uso dei moltiplicatori avviene secondo due approcci:

- l'approccio delle società comparabili;
- l'approccio delle transazioni comparabili.

Essi hanno in comune alcuni concetti ispiratori, ma presentano anche notevoli differenze.

Fondamentalmente i) nel primo caso si fa riferimento a un campione di società quotate comparabili e quindi a prezzi segnati dalle borse, da cui si deducono i multipli per valutare l'impresa obbiettivo; e ii) nel secondo caso, ai prezzi di negoziazioni tipicamente riguardanti il controllo o comunque pacchetti rilevanti, di società comparabili.

I moltiplicatori usati dalla pratica si distinguono, inoltre, in due categorie: equity side e asset side. La distinzione dipende esclusivamente dal valore indicato a numeratore del multiplo:

- nel primo caso (equity side) il numeratore è il prezzo di borsa delle azioni o la capitalizzazione di borsa, cioè il valore corrente del capitale; in lingua italiana si possono definire come multipli di capitale;

- nel secondo caso (asset side) il numeratore è l'investimento nell'attivo lordo, di solito inteso come somma tra la capitalizzazione di borsa e il debito finanziario netto (in termini semplificati: valore del capitale + debiti – liquidità). In questo secondo caso il numeratore, così definito, nell'uso internazionale si esprime con il simbolo EV (enterprise value); in lingua italiana attivo lordo. Questi multipli si possono indicare, in lingua italiana, come multipli dell'attivo.

I multipli si distinguono poi per le quantità espresse al denominatore: si tratta fondamentalmente di misure di performance, cioè di risultato periodico, ma anche di altre quantità sia contabili (per esempio book value), sia di diversa natura.

Quando il denominatore esprime una performance, occorre che i risultati periodici assunti siano innanzitutto compatibili con il numeratore. Per i multipli equity side ciò significa che i risultati (utili netti o margini operativi) vanno intesi dopo gli interessi passivi (unlevered); per i multipli asset side i risultati sono invece prima degli interessi passivi (levered).

Approccio delle società comparabili

Il metodo dei multipli di mercato presuppone che il valore di una società si possa determinare assumendo come riferimento le indicazioni fornite dal mercato per società con caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione.

Il metodo si basa sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori borsistici e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione selezionato di società comparabili. I moltiplicatori così determinati vengono applicati, con le opportune integrazioni, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimare un intervallo

di valori, qualora la società non sia quotata, o verificare se essi siano in linea con quelli espressi dal mercato, qualora sia negoziata su mercati borsistici. L'applicazione di tale criterio si articola nelle fasi di seguito descritte.

Determinazione del campione di riferimento

Data la natura di tale metodologia, risulta fondamentale l'affinità (da un punto di vista industriale e finanziario) tra le società incluse nel campione di riferimento e la società da valutare. L'impossibilità pratica di identificare società omogenee sotto ogni profilo induce a determinare i tratti più significativi per la definizione del paniere di confronto e a selezionare di conseguenza le aziende comparabili in relazione agli attributi prescelti.

Scelta dei multipli significativi

I principali multipli impiegati nella valutazione d'azienda sono di seguito elencati:

- EV/Sales: rapporto tra Enterprise Value e fatturato dell'azienda, ed esprime il rapporto tra il valore economico del capitale di un'impresa (percepito dal mercato) ed il proprio fatturato, ovvero con la capacità dell'impresa di penetrare il mercato;
- EV/EBITDA: rapporto tra Enterprise Value (capitalizzazione di mercato più posizione finanziaria netta) e margine operativo lordo, ed esprime il rapporto tra il valore economico del capitale di un'impresa (percepito dal mercato) e la propria capacità di produrre autofinanziamento, ovvero di trasformare in liquidità future i proventi della propria gestione operativa;
- EV/EBIT: rapporto tra Enterprise Value e reddito operativo, esprime il rapporto tra il valore economico del capitale di un'impresa (percepito dal mercato) e la sua redditività operativa, considerate tutte le condizioni di funzionamento in un determinato istante temporale;

Vi sono quindi gli ulteriori multipli impiegati nella valutazione d'azienda:

- Price/earning (P/E): rapporto tra prezzo dell'azione e utile netto per azione;
- EV/OCF: rapporto tra Enterprise Value e flusso di cassa operativo;

I multipli costruiti utilizzando grandezze contabili più influenzate da politiche di bilancio e fiscali sono soggetti al rischio di distorsione e possono condurre a risultati fuorvianti; fra tutti, il P/E risente maggiormente di tali fattori (oltre a risentire del diverso livello d'indebitamento). Per questa ragione, nella prassi vengono effettuate alcune rettifiche e normalizzazioni o in

alternativa si ricorre a multipli calcolati con poste meno discrezionali (ad esempio, EV/EBITDA rispetto a EV/EBIT). L'utilizzo dell'EV/Sales, invece, è sempre meno frequente ed è confinato a casi di società con margini negativi o in fase di turnaround.

Approccio delle transazioni comparabili

Com'è noto il metodo delle transazioni comparabili (detto talvolta di confronto diretto con i prezzi di società comparabili) si è affermato in relazione alla crescente disponibilità di informazioni su transazioni intervenute, raccolte in idonee banche dati. Esso è spesso consigliato per valutare società a ristretta base azionaria.

Il fondamento sono, appunto, le informazioni inerenti a negoziazioni effettive (principalmente acquisizioni e fusioni) di aziende comparabili giudicate omogenee in alcuni aspetti essenziali, sia quantitativi che qualitativi.

6 SCELTA DELLA METODOLOGIA VALUTATIVA

La scelta della metodologia da utilizzare ai fini della stima del valore di un'azienda o di un ramo d'azienda dipende – in assenza di un metodo di valutazione che possa essere, in via astratta, considerato il “metodo ottimo” – dalla finalità sottesa alla valutazione, dalla qualità e quantità delle informazioni e dei dati disponibili e, infine, dalle caratteristiche dell'azienda/ramo d'azienda oggetto di valutazione.

Nel caso di specie, il fine della valutazione è la stima dei diritti oggetto del contratto di affitto d'azienda in corso tra Villa Relais Srl e Best Hill Srl, nell'ottica del perito indipendente.

La decisione di utilizzare un criterio di stima **che dia adeguato peso ai diritti oggetto del contratto di affitto d'azienda**, è sostenuta e confortata dalla peculiare tipicità e singolarità dell'azienda oggetto di valutazione.

Lo scrivente ha adempiuto all'incarico ricevuto sulla base della metodologia, delle informazioni e dei dati esposti nei successivi paragrafi, con le avvertenze e le precisazioni nel prosieguo riepilogate.

Pertanto, pur avendo adottato tutte le necessarie precauzioni per un'attenta valutazione di tali dati, documenti, e informazioni e, pur avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non risponde tuttavia della completezza, accuratezza, attendibilità e

rappresentatività di tali dati, documenti e informazioni. Resta ferma, quindi, la responsabilità della curatela fallimentare per qualsiasi errore od omissione concernente tali documenti, dati e informazioni e per qualsiasi errore od omissione che dovesse emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego.

Rilievi, accertamenti e stime, per concordata utilità operativa, debbono intendersi riferiti alla data del fallimento del 15/11/2018.

Pertanto, sulla base di quanto più ampiamente illustrato sui metodi di valutazione delle aziende, il sottoscritto perito ritiene opportuno adottare, il metodo semplificato reddituale e per confronto il metodo dei multipli EV/Ebtida.

Criteri peraltro unanimemente considerati dalla Dottrina dotati di elevata consistenza teorica.

7 VALUTAZIONE DEI DIRITTI OGGETTO DEL CONTRATTO DI AFFITTO D'AZIENDA

Considerata la qualità e le caratteristiche delle informazioni disponibili (i.e. bilanci in forma abbreviata, poca intelligibilità e trasparenza, società fallita, qualità del management) e gli attuali risultati economici prodotti dalla conduzione dell'azienda e che non è possibile pervenire ad una situazione risanata ad assetti strutturali invariati (as it is), è stato necessario ipotizzare una valutazione del valore aziendale all'esito di interventi SGS⁵ o strutturali e quindi di interventi correttivi che possano coinvolgere l'intero asse SGS o una parte di esso (as it may be).

7.1 La stima del valore potenziale dei diritti oggetto del contratto di affitto d'azienda: il metodo semplificato reddituale

La stima del valore potenziale dei diritti oggetto del contratto di affitto d'azienda al 15/11/2018 è stata dunque effettuata secondo quanto indicato nel paragrafo 6 che precede, utilizzando il metodo semplificato reddituale e per confronto il metodo dei multipli EV/Ebtida. Di seguito procederemo con l'esposizione del metodo semplificato reddituale.

Innanzitutto si ricorda che l'azienda oggetto di valutazione è parte della società fallita Villa Relais Srl, e pertanto, considerazioni, stime e conclusioni che seguono terranno necessariamente conto della particolarità della società target.

Come accennato nella parte dedicata alla disamina delle metodologie di valutazione del capitale economico i flussi reddituali attesi possono essere calcolati mediante tre differenti tecniche:

- metodo dei risultati storici;
- metodo dei risultati programmati;
- metodo dell'innovazione.

Nel “metodo dei risultati storici” il risultato atteso è funzione dei redditi “normalizzati” (ovvero depurati delle componenti straordinarie e non ricorrenti) e rivalutati (ovvero espressi in moneta corrente dell'anno di riferimento della valutazione) conseguiti negli ultimi 3–5 anni.

Il “metodo dei risultati programmati” si caratterizza per il fatto che la previsione dei risultati attesi viene fondata sulla base dei piani e dei programmi predisposti dal management aziendale, opportunamente rettificati, ove necessario, da parte del perito indipendente.

Il “metodo dell'innovazione”, infine, si caratterizza in quanto il reddito atteso viene calcolato sulla base di ipotesi e congetture razionalmente fondate sul futuro andamento dell'impresa che tengano conto dei risultati mediamente conseguiti dalla stessa nel passato e degli scenari prospettici di settore.

Nel caso di specie, lo scrivente ha ritenuto opportuno applicare la tecnica di previsione basata sui dati storici. I dati storici presi a base della stima sono quelli conseguiti negli anni 2013 - 2018 e desunti dalla documentazione contabile ricevuta (i.e. Bilanci e dichiarazioni dei redditi, come indicati nel capitolo 2 che precede).

Nella tabella che segue, si riporta la riclassificazione del conto economico dell'azienda individuato degli esercizi 2013 - 2018, così come contenuto nella documentazione consegnata dalla curatela fallimentare e secondo le limitazioni indicate.

In tal senso si segnala che per utilità i valori sono stati arrotondati e sono state riportate solo le voci che saranno oggetto del processo di “normalizzazione”⁶ e pertanto senza tener conto delle voci appartenenti alla gestione ordinaria, nell'ottica della valutazione di azienda appartenente ad una società dichiarata fallita.

⁵ Acronimo di assetto “Strategico Gestionale Strutturale”

(Tabella 1):

	2013	2014	2015	2016	2017 ⁷	Situazione contabile al 30/11/2018
Val Prod/Ricavi	611.000,00	619.000,00	643.000,00	645.000,00	579.000,00	437.000,00
Costi per Servizi	120.000,00	101.000,00	91.000,00	101.000,00	75.000,00	100.000,00
Personale	209.000,00	266.000,00	320.000,00	315.000,00	324.000,00	293.000,00
Ammortamenti	12.000,00	11.000,00				
Locazioni	196.000,00	182.000,00	182.000,00	182.000,00	170.000,00	46.000,00
On. Gestione	63.000,00	52.000,00	47.000,00	40.000,00	43.000,00	1.000,00
Risultato es.	11.000,00	7.000,00	3.000,00	7.000,00	- 33.000,00	- 3.000,00

Si è dunque proceduto con la normalizzazione dei redditi indicati.

Si sottolinea che si è ritenuto opportuno non utilizzare, ai fini del processo di normalizzazione, l'annualità 2018, poiché in effetti, con riferimento a detta annualità, è stata consegnata la "Situazione Contabile al 15/11/2018", data del fallimento, che pertanto non comprende l'intero esercizio sociale e soprattutto in considerazione di talune "politiche di bilancio" adottate per la redazione del documento stesso. Pertanto, tenendo conto che unanimemente la dottrina di riferimento ritiene congruo utilizzare ai fini di processi valutativi, un arco temporale di tre – cinque anni, si è proceduto con la normalizzazione dei redditi 2013 – 2017, per i quali sono stati utilizzati bilanci e Modelli Fiscali, che seppur nei limiti espositivi e di contenuto, sono stati depositati presso la CCIAA e presso l'Agenzia delle Entrate.

⁶ Pertanto i risultati di esercizio potranno essere diversi rispetto a quanto indicato nei bilanci forniti dalla società, in taluni casi seppur per differenze cosiddette "immateriali".

⁷ I dati indicati sono stati desunti dalla dichiarazione dei redditi valida per il 2017.

Si ricorda che il procedimento di normalizzazione è finalizzato ad eliminare le componenti di carattere contingente e straordinario che, pur avendo influenzato i risultati economici storici, non incidono sulla redditività attesa dell'azienda, in quanto di natura eccezionale.

La tabella successiva riporta il processo di normalizzazione dei redditi rilevati, nel periodo 2013–2017.

(Tabella 2):

		Breve Descrizione
Val Prod/Ricavi	650.000,00	media esercizi 13/17 + incremento del 5%
Costi per Servizi	78.080,00	media degli esercizi 13/17 - adj del 20%
Personale	306.250,00	media degli esercizi 14/17
Ammortamenti	10.000,00	
Locazioni	192.000,00	Come da scrittura privata del 17/04/2019 arrotondato per difetto
On. Gestione	39.200,00	media degli esercizi 13/17 - adj del 20%
Risultato es. ante Imp.	24.420,00	
Risultato es. dopo Imp.	17.582,40	

Passando all'analisi del processo di normalizzazione delle singole voci indicate nella tabella che precede, si rileva che:

- I Ricavi sono stati ottenuti determinando la media degli esercizi oggetto di normalizzazione con un incremento del 5%, considerato congruo in relazione all'ipotesi di una migliore occupazione.

Relativamente ai costi, si è proceduto con il determinare la media delle annualità 2013-2017, apportando ai risultati così ottenuti degli adjustment, come di seguito descritti:

- i costi per servizi sono stati ridotti del 10%, in considerazione delle informazioni ricevute sulla natura dei costi e verificato per taluni di questi l'ammontare;
- relativamente al costo del personale, appare doveroso, segnalare che attualmente la società ha 10 dipendenti e pertanto, sulla base del numero medio degli ospiti comunicati dall'attuale gestione, con una presenza media di 25 ospiti, la società potrebbe essere effettivamente

sovrastutturata dal punto di vista del personale o comunque essere non coerente con il numero degli ospiti presenti. Tuttavia al fine della normalizzazione del costo del personale, fatto pari al setting della struttura, si è ritenuto prudenziale applicare la media delle annualità più significative, 14/15/16 e 17, oggetto di normalizzazione;

- i costi per ammortamenti sono stati considerati in funzione dell'attuale struttura e setting produttivo;
- relativamente ai canoni di locazione, si rileva che l'importo è stato determinato sulla base della scrittura privata il 17/04/2019 stipulata fra le parti il 17/04/2019, volta a consentire la eventuale cessione a terzi del contratto di affitto di azienda, da parte del fallimento e per il tramite della procedura competitiva.

Appare tuttavia doveroso segnalare innanzitutto che le case di riposo effettuano una attività che non consente di detrarre l'IVA sostenuta e pertanto l'ammontare del canone sostenuto inciderà per intero come costo;

- gli oneri diversi di gestione sono stati ridotti del 20%, in considerazione delle informazioni ricevute sulla natura dei costi e verificato per taluni di questi l'ammontare.

L'imposta complessiva applicata è del 28%, pari a quella prevista al momento della redazione della relazione dal DPR 917/1986 sui redditi delle società e dal decreto legislativo 15 Dicembre 1997, n. 446.

Illustrato il procedimento di normalizzazione del reddito, occorrerà determinare il tasso di attualizzazione (*Weighted Average Cost of Capital*, o "Wacc"), che come detto in altra parte della relazione è stato calcolato in base alla seguente formula:

$$WACC = K_E \frac{E}{E+D} + K_D (1 - T) \frac{D}{D+E}$$

dove:

K_E è il *Cost of Equity*, ovvero il costo dei mezzi propri o capitale di rischio;

E è l'ammontare di riferimento del patrimonio netto;

D è l'ammontare di riferimento del capitale di debito;

K_D è il *Cost of Debt*, ovvero il costo medio del capitale di credito;

T è l'aliquota fiscale vigente (alla data di riferimento) nel paese di domicilio della Società.

Come si evince dalla formula, il *Wacc* rappresenta il costo medio ponderato delle fonti di finanziamento che si prevede di impiegare in un progetto di investimento. In altre parole, misura il tasso che remunera in modo equilibrato le fonti di finanziamento per la copertura dei fabbisogni finanziari generati da un investimento, tenendo conto dell'incidenza del debito e del patrimonio netto, e il tasso di remunerazione che ciascuna di queste due fonti di finanziamento richiede.

I parametri della formula, sono stati desunti a partire dai dati di mercato riferiti a un campione di società comparabili alla società oggetto di valutazione.

Il campione contiene *i*) le società quotate sui mercati regolamentati, *(ii)* le società comparabili nazionali e internazionali.

La scelta dei criteri di selezione del campione di imprese comparabili trova le seguenti motivazioni:

- Il primo criterio è una condizione necessaria, in quanto, per poter calcolare il *beta* (coefficiente di regressione tra i prezzi storici dell'azienda quotata e l'andamento dell'indice azionario di riferimento) le società devono possedere un prezzo di quotazione. Tale valore non sarebbe disponibile se si includessero nella selezione titoli non quotati;
- Il secondo criterio è il più importante, in quanto individua tutte e sole le società che svolgono un'attività uguale o simile alla società da valutare.

La tabella sottostante riporta il campione di società utilizzato:

NAME	SECURITY_NAME	COUNTRY_FULL_NAME	CUR_MKT_CAP	BICS_LEVEL_4
ORP FP Equity	Orpea	FRANCE	5.925.149.272	Case di cura residenziali
KORI FP Equity	Korian SA	FRANCE	2.585.536.445	Case di cura residenziali
LNA FP Equity	LNA Sante SA	FRANCE	468.796.757	Case di cura residenziali
EUK IM Equity	Arkimedica SpA	ITALY	20.740.367	Case di cura residenziali
EIF GR Equity	Eifelhoehen-Klinik AG	GERMANY	10.732.800	Case di cura residenziali
AMBEA SS equity	Ambea AB	SWEDEN	6.044.920.106	Case di cura residenziali
ORP FP equity	Orpea	FRANCE	5.925.149.272	Case di cura residenziali
HYGEIA GA equity	Diagnostic & Therapeutic Cente	GREECE	290.445.814	Case di cura residenziali

Una volta definito il campione, sono stati calcolati i parametri dei *Wacc*.

Il tasso di congrua remunerazione del patrimonio netto è stato eguagliato al *Cost of Equity* (K_e).

Il costo dei mezzi propri è stato determinato in osservanza alle linee guida emanate dall'Organismo Italiano di Valutazione (OIV) riportate nel *discussion paper* "DP.01.2012" del 14 giugno 2012 (cfr. par. 13 del documento in parola).

In particolare, l'OIV basa il calcolo del K_e sulla formula del *CAPM* (*Capital Asset Pricing Model*):

$$K_e = R_f + [E(R_m) - R_f] = R_f + \beta * ERP$$

dove con R_f si intende il tasso *Risk Free*, con β si intende il *coefficiente beta* e con *ERP* si intende l'*Equity Risk Premium* (ossia la differenza tra il rendimento atteso del mercato e il tasso *Risk Free*). Si precisa che, ai fini della procedura, il *Cost of Equity* è stato calcolato sommando alle stime del K_e , ottenute secondo l'approccio definito dall'OIV, uno *spread* addizionale a titolo di *Size Premium*.

Il tasso *Risk Fee* è stato posto pari all'IRS (*Interest Rate Swap*)10 anni. Il coefficiente *beta* è stato posto pari al valore del *beta re-levered* determinato sulle basi delle osservazioni campionarie.

In particolare, i *beta Levered* campionari (β_L), che si riferiscono ai *raw beta* estratti da Bloomberg per ogni società del campione, sono stati "delevereggiati" per ottenere i rispettivi *beta unlevered* campionari (β_U) applicando la formula di *Hamada*:

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{\left[1 + \frac{D_i}{E_i} * (1 - T_i)\right]}$$

dove:

β_{L_i} è il *beta levered* della società *i*, posto pari al *raw beta* estratto da Bloomberg;

D_i è l'ammontare alla data di valutazione del capitale di debito della società *i*, estratto da Bloomberg;

E_i è l'ammontare alla data di valutazione del patrimonio netto della società *i*, estratto da Bloomberg;

T_i è l'aliquota fiscale vigente del paese di domicilio della società *i* alla data di valutazione, in base agli indici *KPMG* (*KPMG index*) estratti da Bloomberg per ogni paese.

Successivamente, la media dei *beta unlevered* così individuati $\overline{\beta U}$ è stata “rilevereggiata” utilizzando i valori mediani campionari del rapporto $(D/E)_m$ e l'aliquota fiscale T specifica della Società secondo la seguente formula:

$$\beta_{re-levered} = \overline{\beta U} * \left[1 + \left(\frac{D}{E} \right)_m * (1 - T) \right]$$

L'*Equity Risk Premium (ERP)* è stato posto pari all'*Equity Risk Premium* per il mercato azionario italiano stimato dal Prof. Damodaran aggiornati a gennaio 2018⁸.

Al fine di operare un ulteriore aggiustamento in termini di rischio non diversificabile, al premio per il rischio così calcolato è stato sommato un ulteriore importo a titolo di *Size Premium* che rappresenta, nella sostanza, un premio per l'illiquidità della Società in funzione del suo dimensionamento. Tale *Size Premium* è stato determinato partendo dalle serie storiche del *Size Premium* da applicare alle società appartenenti a determinate classi dimensionali secondo i *range* individuati nel *search paper* di Duff & Phelps⁹.

Il *Cost of Debt (K_d)*, ovvero il costo medio del capitale di debito, è stato posto pari al rendimento cedolare mediano delle obbligazioni emesse dal campione delle società comparabili.

La tabella sottostante riporta il calcolo del *Wacc*.

Setctor	Case di cura residenziali
Valuation Date	15/11/2018
Risk Free Rate	0,81%
Beta re-levered	0,67
ERP	7,27%
Size Premium	3,67%
Ke	9,3%
Pre Tax Cost of Debt	3,24%
Tax rate	24,00%
Kd Post Tax	2,5%
% Equity	44,3%
% Debt	55,7%
Wacc	5,5%
Wacc (rounded)	6,0%

⁸ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, section: "current data".

⁹ Duff & Phelps, 2017 Valuation Handbook - U.S. Industry Cost of Capital.

La percentuale di *equity* (44,3%) e del debito (55,7%) è stata posta pari alla struttura finanziaria media del campione selezionato.

Tuttavia, considerando che la società è sottoposta a procedura fallimentare, che siamo in assenza di free cash flow e che il reddito è netto, in effetti la valutazione reddituale dovrebbe essere equity side, scontata con il ke, e pertanto si è proceduto con la seguente formula:

Ke x Reddito normalizzato.

Alla luce di quanto precede, delle assunzioni e delle premesse illustrate, il valore del capitale economico dei diritti oggetto del contratto di affitto d'azienda azienda, applicando la metodologia reddituale semplificata, sarà pari ad **Euro 188.000,00** (arrotondato per difetto).

Come detto più volte in precedenza, l'azienda target appartiene ad una società sottoposta a procedura fallimentare e pertanto il valore finale dovrà essere definito tenendo conto l'esito di un "best scenario" e di un "worst scenario" (scenario migliore e scenario peggiore) come estremi del range di valutazione.

Infatti le cautele supplementari da adottare nel caso di aziende in crisi, riguardano:

- il calcolo del terminal value; esso è sempre la parte più soggetta a rischio, perché rappresenta il valore dell'azienda sul lungo e lunghissimo periodo, occorre in particolare riflettere sulla possibilità di non calcolare all'infinito il terminal value;
- la definizione del WACC che viene adottato come tasso di attualizzazione; in particolare bisogna prendere in considerazione l'utilizzo di differenti tassi per il periodo di sviluppo del piano e di sviluppo del terminal value.

Pertanto si è ritenuto congruo procedere con uno sconto del 20%, "worst scenario" (percentuale applicata da primarie banche di affari), del valore sopra determinato ed assumere il valore equo dei diritti oggetto del contratto di affitto d'azienda pari ad **Euro 150.000,00** (arrotondato per difetto).

7.2 Applicazione metodo dei multipli di Borsa di società comparabili

Come detto in precedenza, come metodo di confronto, è stato scelto il multiplo EV/Ebtida. Il metodo dei multipli di mercato è basato sul prezzo di attività comparabili (società quotate appartenenti allo stesso settore), applicato ai dati di bilancio quali fatturato, margine operativo lordo (ebitda), risultato operativo lordo (ebit), utile netto, patrimonio netto, posizione finanziaria netta e cash flow. I multipli rappresentano quindi il rapporto tra prezzo (capitalizzazione) e dati di bilancio.

Ai fini dell'applicazione del metodo dei Multipli di Borsa sono state analizzate le società quotate attive nel settore di appartenenza. In particolare è stato selezionato un panel di 5 società quotate su i principali mercati finanziari del mondo.

L'applicazione del suddetto metodo è stata condotta a partire dagli studi societari, pubblicati su Borsa Italiana S.p.A., predisposti da primarie banche di affari, nonché dai risultati economici delle società appartenenti al campione considerato.

Come indicato da dottrina autorevole e da prassi di riferimento, i multipli sono stati scontati del 20% al fine di neutralizzare l'attuale instabilità dei mercati finanziari e recepire il differente livello di dimensione dell'azienda target e della componente di illiquidità rispetto al panel selezionato (size discount).

Campione società comparabili		EV/EBTIDA
Società	Paese	2018
AMBEA	SVEZIA	13,7
ATTENDO	SVEZIA	14,5
KORIAN	FRANCIA	11,0
LNA SANTE	SPAGNA	11,8
ORPEA	IT	17,4
MEDIA		13,68
SIZE DISCOUNT 20%		2,74
MULTIPLO SCONTATO		10,94

Applicando i parametri sopra ottenuti, considerando che il Reddito netto normalizzato dell'azienda oggetto di stima è pari ad Euro 17.582,40, il valore equo dei diritti oggetto del contratto di affitto d'azienda, determinato mediante l'applicazione del metodo dei Multipli di

Borsa di società Comparabili, EV/Ebtida, è dunque pari ad **Euro 192.000,00** (arrotondato per difetto), assolutamente in linea con la valutazione del capitale economico effettuata mediante il metodo reddituale semplificato, pari ad Euro 188,000,00.

Anche in questo caso valgono le precisazioni fatte in conclusione del metodo semplificato reddituale, ricordando che l'azienda target appartiene ad una società sottoposta a procedura fallimentare. Si precisa peraltro che l'applicazione dei metodi basati sui multipli, sia quelli che fanno capo al mercato che quelli basati su transazioni comparabili, presuppongono una comparabilità fra aziende "in normali condizioni di funzionamento" operanti sul mercato. Nel nostro caso viene a mancare il presupposto della comparabilità in ragione delle caratteristiche soggettive della società fallita.

Pertanto si è ritenuto congruo procedere con uno sconto del 20%, "worst scenario", del valore sopra determinato, assumendo il valore equo dei diritti oggetto del contratto di affitto d'azienda pari ad **Euro 153.000,00** (arrotondato per difetto).

8 CONCLUSIONE - VALORE DEI DIRITTI OGGETTO DEL CONTRATTO DI AFFITTO D'AZIENDA

Lo scrivente dichiara, in esecuzione dell'incarico ricevuto, che il valore complessivo attribuibile ai diritti oggetto del contratto di affitto d'azienda, è quindi pari ad **Euro 150.000,00**.

Nel valore come sopra determinato si includono i beni inventariati dalla curatela e di proprietà della società fallita ai quali non può essere attribuito alcun valore.

Roma, 18 aprile 2019

Dott. Francesco Saverio Verga

