



**TCA STUDIO**  
DOTTORI COMMERCIALISTI  
ESPERTI CONTABILI e  
REVISORI LEGALI  
**ASSOCIATI**

Dott. Alessandro Alvisi  
Dott.ssa Paola Di Gennaro  
Dott. Paolo Macchi  
Dott. Nicola Prioreshi  
Dott.ssa Camilla Lonoce  
Dott. Luca Tringale

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

**LANZA DEL VASTO SOCIETA' COOPERATIVA SOCIALE  
IN LIQUIDAZIONE GIUDIZIALE N. 136/2024 – TRIBUNALE DI  
GENOVA**

**GIUDICE DELEGATO: DOTT.SSA CRISTINA TABACCHI  
CURATORE: DOTT. SSA OLGA RUSSO**

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

**VALORE DEL RAMO D'AZIENDA  
CENTRO DIURNO PER ANZIANI  
"VILLA RONCO"**

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

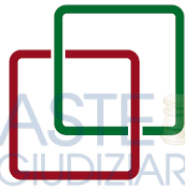
ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®



INDICE

<b>1</b>	<b>PREMESSE</b>	<b>1</b>
1.1	LANZA DEL VASTO – SOCIETA’ COOPERATIVA SOCIALE	1
1.2	La documentazione di supporto alla perizia	2
<b>2</b>	<b>Il perimetro di valutazione del Ramo d’azienda “Villa Ronco”</b>	<b>3</b>
2.1	Sintetica descrizione dell’attività del Ramo d’azienda	3
2.2	Cronistoria dei principali fatti che hanno interessato il Ramo d’azienda	3
<b>3</b>	<b>I metodi di valutazione</b>	<b>4</b>
3.1	Metodo patrimoniale	4
3.2	Metodo reddituale	5
3.3	Metodo misto patrimoniale – reddituale con stima autonoma dell’avviamento	6
3.4	Metodi finanziari (discounted cash flow)	7
3.5	Le valutazioni comparative di mercato (i multipli di mercato)	8
<b>4</b>	<b>Valutazione del ramo di azienda “Villa Ronco”</b>	<b>9</b>
4.1	Premessa	9
4.2	Il metodo reddituale	9
4.3	Determinazione del reddito prospettico	10
4.4	L’orizzonte temporale di riferimento (n)	11
4.5	Determinazione del tasso di valutazione normale	12
4.6	Determinazione del tasso di valutazione finanziario	13
4.7	Il valore economico del ramo di azienda con il metodo reddituale	13



**TCA STUDIO**  
DOTTORI COMMERCIALISTI  
ESPERTI CONTABILI e  
REVISORI LEGALI  
**ASSOCIATI**

Dott. Alessandro Alvisi  
Dott.ssa Paola Di Gennaro  
Dott. Paolo Macchi  
Dott. Nicola Prioreshi  
Dott.ssa Camilla Lonoce  
Dott. Luca Tringale

ASTE  
GIUDIZIARIE®

## INDICE DEGLI ALLEGATI

**ALLEGATO 1:** SITUAZIONE ECONOMICA 2025

**ALLEGATO 2:** AUTORIZZAZIONE DEL COMUNE DI GENOVA

**ALLEGATO 3:** SCRITTURA PRIVATA DIRITTO D'USO IMMOBILE

**ALLEGATO 4:** AFFITTO RAMO D'AZIENDA RSA VILLA DELLE ROSE

**ALLEGATO 5:** AFFITTO RAMO D'AZIENDA MONTE AIONA

**ALLEGATO 6:** AFFITTO RAMO D'AZIENDA TRA LIQ.NE GIUDIZ. LANZA DEL VASTO E MONTE AIONA

**ALLEGATO 7:** INVENTARIO BENI

**ALLEGATO 8:** RENDIMENTO BUND TRE ANNI

**ALLEGATO 9:** EQUITY RISK PREMIUM DAMODARAN

**ALLEGATO 10:** BETA AZIENDE SANITARIE

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

## 1 PREMESSE

Il sottoscritto Dott. Nicola Prioreshi, esperto contabile iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Genova in data 04 aprile 2019 al n. 17 sez. B, con studio in Genova, Via Fieschi 9 10° piano, tel. 010/0925543, pec: [nicola.prioreshi@pec.it](mailto:nicola.prioreshi@pec.it), ha ricevuto dalla Dott.ssa Olga Russo, nella sua qualità di Curatrice della **LANZA DEL VASTO SOCIETA' COOPERATIVA SOCIALE**<sup>1</sup>, l'incarico di valutare il valore del ramo d'azienda della cooperativa in Liquidazione giudiziale<sup>2</sup> meglio descritta nel prosieguo.

In relazione all'incarico conferito, il sottoscritto attesta:

- il rispetto dell'etica professionale richiesta per lo svolgimento dell'incarico;
- la propria totale indipendenza e l'assenza di conflitti di interesse;
- l'oggettività nella ricerca nell'acquisizione degli elementi informativi;
- la diligenza nello svolgimento del processo valutativo;
- di possedere la professionalità, la competenza tecnica e le conoscenze necessarie e richieste per lo svolgimento dell'incarico, e sufficienti per consentirgli di esprimere il giudizio con l'attendibilità richiesta dal tipo di incarico.

\*\*\*

### 1.1 LANZA DEL VASTO – SOCIETA' COOPERATIVA SOCIALE

Lanza del Vasto Società Cooperativa Sociale, con sede in Genova Via Francesco Pozzo 21/2, è stata costituita in data 17.12.1985 ed iscritta al Registro delle Imprese di Genova con REA n. GE-294692 e codice fiscale/partita iva n. 02764000101.

La Cooperativa, sino alla data di apertura della Procedura, risultava amministrata da un consiglio di amministrazione di tre componenti:

- Giuliano Rosario, Presidente Consiglio d'Amministrazione;
- Vivaldi Davide, Vicepresidente Consiglio d'Amministrazione;
- Trimboli Antonella, Consigliere.

La Cooperativa operava nel settore della solidarietà sociale, esercitando la gestione di scuole d'infanzia, RSA, accoglienza migranti ed altre attività a scopo sociale.

Lanza del Vasto ha presentato istanza di accesso alla Composizione Negoziata della Crisi presso la Camera di Commercio di Genova e successivamente istanza per l'apertura di concordato semplificato.

<sup>1</sup> Di seguito indicata anche solo come "Lanza del Vasto" o "Cooperativa".

<sup>2</sup> Sentenza del Tribunale di Genova del 30 dicembre 2024

Infine il Tribunale di Genova, a seguito del ricorso presentato da una cooperativa creditrice, ha disposto la liquidazione giudiziale di Lanza del Vasto nominando come Giudice Delegato la dott.ssa Cristina Tabacchi e come Curatrice la Dott.ssa Olga Russo.

\*\*\*

## 1.2 LA DOCUMENTAZIONE DI SUPPORTO ALLA PERIZIA

Lo scrivente precisa di aver svolto l'incarico sulla base della documentazione messa a disposizione della Procedura e dall'affittuario del Ramo d'azienda, e precisamente:

- 1) situazione economica 2025 dell'affittuario del Ramo d'azienda, Monte Aiona Cooperativa Sociale (*cf. all. 1*);
- 2) autorizzazione del Comune di Genova, provv. n. 74 del 08/06/2009, per l'attività di Centro Diurno di I livello per anziani per n. 20 posti letto (*cf. all. 2*);
- 3) scrittura privata tra Centro di Solidarietà della Compagnia delle Opere della Liguria e Lanza del Vasto, avente a oggetto il diritto d'uso dell'immobile sito in Genova, Via Nino Ronco 31, denominato "Villa Ronco" (*cf. all. 3*);
- 4) contratto di affitto di ramo d'azienda del 14/12/2023 tra Lanza del Vasto Soc. Coop. Sociale e RSA Villa delle Rose S.r.l. (*cf. all. 4*);
- 5) contratto di affitto di ramo d'azienda del 10/12/2024 tra Lanza del Vasto Soc. Coop. Sociale e Monte Aiona Coop. Sociale (*cf. all. 5*);
- 6) contratto di affitto di ramo d'azienda del 30/12/2025 tra Liq.ne giudiz. Lanza del Vasto Soc. Coop. Sociale e Monte Aiona Coop. Sociale (*cf. all. 6*);
- 7) elenco dei beni facenti parte del Ramo d'azienda (*cf. all. 7*).

Si precisa che l'incarico non ha previsto lo svolgimento di verifiche contabili integrative o di due diligence e lo scrivente non può assumere responsabilità relativamente alla veridicità e completezza delle informazioni utilizzate per la valutazione, avendo provveduto unicamente ad un apprezzamento di massima ragionevolezza delle principali ipotesi ed informazioni fornite.

\*\*\*

## 2 IL PERIMETRO DI VALUTAZIONE DEL RAMO D'AZIENDA "VILLA RONCO"

### 2.1 SINTETICA DESCRIZIONE DELL'ATTIVITÀ DEL RAMO D'AZIENDA

Il Ramo d'azienda denominato "Villa Ronco" svolge l'attività Centro Diurno di I livello per anziani per n. 20 posti letto, in forza dell'autorizzazione concessa a Lanza del Vasto dal Comune di Genova con provvedimento n. 74 del 08/06/2009.

Il perimetro del Ramo d'azienda, oggetto della presente valutazione, è così costituito:

- 1) struttura autorizzata al funzionamento dal Comune di Genova per assistere 20 anziani;
- 2) diritto d'uso dell'immobile denominato "Villa Ronco", di proprietà di Centro di Solidarietà della Compagnia delle Opere della Liguria, con durata dal 1° marzo 2023 al 1° marzo 2029, con tacito rinnovo di egual periodo, salvo disdetta con preavviso di almeno sei mesi;
- 3) rapporti contrattuali con i dipendenti, elencati nell'Allegato B al contratto di affitto di ramo d'azienda;
- 4) beni e attrezzature, elencati nell'Allegato C al contratto di affitto di ramo d'azienda.

Si precisa che è attualmente in essere un contratto di affitto del Ramo d'azienda a favore di Monte Aiona Coop. Sociale, avente durata fino al 30/06/2026.

\*

### 2.2 CRONISTORIA DEI PRINCIPALI FATTI CHE HANNO INTERESSATO IL RAMO D'AZIENDA

Lo scrivente illustra la cronistoria dei principali fatti che hanno interessato il Ramo d'azienda di proprietà della Procedura, denominato "Villa Ronco", oggetto della presente valutazione:

- con provvedimento n. 74 del 08/06/2009, il Comune di Genova ha autorizzato Lanza del Vasto allo svolgimento dell'attività di Centro Diurno di I livello per anziani per n. 20 posti letto, presso l'immobile denominato "Villa Ronco";
- il sopra citato immobile è di proprietà di Centro di Solidarietà della Compagnia delle Opere della Liguria. Lo stesso è condotto da Lanza del Vasto in forza di diversi contratti di locazione succedutesi nel tempo. Allo stato attuale risulta in essere il contratto di locazione avente durata dal 1° marzo 2023 al 1° marzo 2029, con tacito rinnovo di egual periodo, salvo disdetta con preavviso di almeno sei mesi;
- con contratto del 14/12/2023, Lanza del Vasto Soc. Coop. Sociale ha concesso in affitto il Ramo d'azienda a RSA Villa delle Rose S.r.l., al canone annuo di Euro 5.000,00 oltre IVA, con durata fino al 01/01/2025;

- con contratto del 10/12/2024, Lanza del Vasto Soc. Coop. Sociale ha concesso in affitto il Ramo d'azienda a Monte Aiona Coop. Sociale, al canone annuo di Euro 6.000,00 oltre IVA, con durata fino al 10/12/2025;
- con successivo contratto del 30/12/2025, è stata prorogata la scadenza dell'affitto del Ramo d'azienda a Monte Aiona fino al 30/06/2026.

\*\*\*

### 3 I METODI DI VALUTAZIONE

Al fine della determinazione del valore, nelle diverse configurazioni possibili, possono essere utilizzati una o più metodiche di valutazione. Queste ultime individuano le differenti prospettive di carattere generale entro le quali possono essere classificati i principali criteri di stima (PIV I.14.1). L'esperto incaricato, pertanto, è tenuto a individuare la metodologia più efficace in relazione alla natura e alle caratteristiche dell'oggetto del proprio incarico.

In particolare, a seconda del rilievo assunto nelle varie tecniche di valutazione dalle informazioni patrimoniali ed economiche, si possono individuare diverse metodologie di stima. Elemento che accomuna tali metodologie è che tutte muovono dall'esame analitico dei dati contabili, i quali, però, non devono essere recepiti nella loro conformazione statica, bensì elaborati e, se necessario, opportunamente rettificati, al fine di non rendere il processo valutativo la mera applicazione di una formula.

Nel seguito vengono elencati e delineati nelle loro principali caratteristiche i metodi di stima del valore economico di un'azienda.

\*

#### 3.1 METODO PATRIMONIALE

Le valutazioni basate sul **metodo patrimoniale** si propongono di individuare il valore effettivo del patrimonio netto aziendale, risultante dalla distinta stima a valori correnti delle singole attività e passività alla data di riferimento (PIV III.1.28/29/30). Dette valutazioni si pongono nell'ottica di una scomposizione del patrimonio aziendale con realizzo separato delle singole attività (*metodica di mercato*) oppure di ricostruzione del patrimonio (*metodica del costo*). I valori correnti a cui far riferimento nella stima si differenziano a seconda delle prospettive aziendali: se la prospettiva è quella della continuità aziendale, i valori di mercato utilizzati sono di regola quelli che caratterizzano l'acquisizione di diversi elementi patrimoniali (*entry price*); in altri termini, si tratta del valore di riacquisizione degli assets aziendali esistenti al momento

della stima; nel caso di liquidazione, invece, i valori devono esprimere prezzi di cessione (*exit price*).

In relazione alle modalità di applicazione del suddetto metodo, è possibile distinguere:

- A. il **metodo patrimoniale semplice**, che considera e rettifica il valore dei soli elementi patrimoniali espressi nel patrimonio contabile. In particolare, questa metodologia considera, quali beni immateriali, esclusivamente quelli rappresentati in bilancio (esempio costi pluriennali capitalizzati) e si limita ad accertare che la loro utilità persista in prospettiva;
- B. il **metodo patrimoniale complesso**, che include nel calcolo anche il valore dei beni intangibili formatisi internamente e non rilevabili contabilmente. In particolare, si fa riferimento a beni immateriali specifici, trasferibili indipendentemente dall'azienda o che sorgono in virtù di diritti legali o contrattuali.

\*

### 3.2 METODO REDDITUALE

L'applicazione del **metodo reddituale** consente di determinare il valore dell'azienda tenendo conto delle prospettive di reddito attese (PIV III.1.31/32). Tale metodo attribuisce rilievo, pertanto, alla capacità dell'azienda di produrre risultati in termini di flussi di reddito operativo o flussi di reddito distribuibili. Il valore dell'entità oggetto di stima è individuato sulla base di grandezze reddituali attualizzate mediante un tasso che esprima il costo medio ponderato del capitale proprio e/o di terzi impiegato nell'attività.

Le variabili considerate per la determinazione del valore aziendale, pertanto, sono:

- i flussi reddituali attesi;
- il tasso di attualizzazione.

Il reddito conseguito è considerato quale indicatore della *performance* aziendale che, nel breve/medio periodo, è strettamente legata ai risultati della gestione. La grandezza reddituale di riferimento è uguale a un reddito medio normalizzato prospettico.

Il valore del capitale economico  $V$  dell'azienda è stimato utilizzando la seguente formula:

$$V = R * an \gamma i = \sum_{n=1}^x \frac{(R)}{(1+i)^n}$$

dove:

$V$  = valore economico dell'azienda;

$R$  = reddito medio normalizzato prospettico;

$i$  = tasso di redditività medio normale;

$n$  = orizzonte temporale assunto;

$an \cdot i$  = rendita unitaria calcolata per  $n$  anni al tasso  $i$ .

Al fine di applicare correttamente il criterio è necessario:

- identificare e quantificare il reddito medio prospettico;
- assumere un orizzonte temporale congruo;
- individuare un tasso di attualizzazione che rispecchi sia la congiuntura economica sia il profilo di rischio dell'azienda oggetto di stima.

\*

### 3.3 METODO MISTO PATRIMONIALE – REDDITUALE CON STIMA AUTONOMA DELL'AVVIAMENTO

Il metodo **misto patrimoniale – reddituale con stima autonoma dell'avviamento** prevede un contemperamento tra il valore patrimoniale rettificato e il risultato della stima reddituale (PIV III.1.33/34). La logica di tale metodo, infatti, è quella di esprimere la valutazione dell'azienda indicando il *surplus* di valore (o il *deficit* di valore) realizzato rispetto alla dotazione patrimoniale ricevuta o rispetto ai mezzi finanziari complessivamente raccolti.

Il valore globale dell'azienda è dato dalla seguente formula:

$$V = K + A$$

dove:

$V$  = valore dell'azienda

$K$  = valore del patrimonio netto rettificato dell'azienda

$A$  = valore dell'avviamento

In particolare, il valore patrimoniale ( $K$ ) è assunto nella sua interezza, rettificato nelle singole voci, ricorrendo al metodo patrimoniale semplice o al metodo patrimoniale complesso, come sopra descritti. Il valore dell'avviamento, definibile come la differenza tra il valore attribuito al complesso aziendale e il valore dei singoli elementi del patrimonio, può assumere un valore positivo o negativo in presenza di redditi superiori o inferiori alla norma: nel primo caso, è detto *goodwill* (o avviamento positivo); nel secondo caso, invece, è detto *badwill* (o avviamento

negativo)<sup>3</sup>. Il calcolo del valore dell'avviamento, pertanto, si ottiene attualizzando il *surplus* (o il *deficit*) di reddito futuro sulla base di un congruo tasso, secondo la seguente formula<sup>4</sup>:

$$A = \sum_{n=1}^x \frac{(R-K*i)}{(1+i')^n}$$

dove:

- **K** = valore del patrimonio netto rettificato dell'azienda;
- **R** = reddito medio normalizzato prospettico;
- **n** = numero di anni oltre il quale le attuali condizioni reddituali ci si attende possano smettere di operare;
- **i** = tasso di valutazione rappresentativo del rendimento normale di settore in cui opera l'azienda oggetto di valutazione: trattasi del costo del capitale di rischio medio normale di settore (tasso di valutazione normale);
- **i'** = tasso di attualizzazione del *surplus* (o *deficit*) di reddito che esprime il puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo indipendentemente dal grado di rischio (tasso di valutazione finanziario);
- **(R - K\*i)**: surplus (o deficit) di reddito realizzato rispetto alla dotazione patrimoniale.

\*

### 3.4 METODI FINANZIARI (DISCOUNTED CASH FLOW)

I metodi finanziari sono finalizzati alla determinazione del valore di un'azienda sulla base dei flussi di cassa che si prevede che l'attività aziendale possa generare in un determinato orizzonte temporale, attualizzati ad un tasso appropriato (PIV III.1.35/36). In particolare, nella prospettiva "*asset side*", tale metodo assume quali flussi periodici quelli relativi all'attività operativa; nella prospettiva "*equity side*", invece, il metodo assume i flussi netti per gli azionisti.

Le versioni "*asset side*" ed "*equity side*" sono contraddistinte dalle seguenti formule:

$$Equity\ side \rightarrow V = \sum_{n=1}^x \frac{Fe}{(1+K)^n} + \frac{Vn}{(1+K)^n}$$

$$Asset\ side \rightarrow V = \sum_{n=1}^x \frac{Fo}{(1+K)^n} + \frac{Vn}{(1+Wacc)^n}$$

Dove:

- **Fe** indica i flussi monetari disponibili per gli azionisti;

<sup>3</sup> L'avviamento non è un elemento rilevabile nel capitale di funzionamento di un'azienda, a meno che non sia stato acquistato a titolo oneroso e, quindi, iscritto tra le attività patrimoniali.

<sup>4</sup> Principi Italiani di Valutazione, §III.1.33; GUATRI, L. e UCKMAR, V. (2009), *Linee guida per le valutazioni economiche*, pp. 64-66.

- $K$  è il tasso di attualizzazione dei mezzi propri;
- $Fo$  indica i flussi monetari operativi *unlevered*;
- $Wacc$  è il costo medio ponderato del capitale;
- $Vn$  in entrambi gli approcci rappresenta il valore terminale al tempo  $n$ , anch'esso oggetto di apposita attualizzazione.

\*

### 3.5 LE VALUTAZIONI COMPARATIVE DI MERCATO (I MULTIPLI DI MERCATO)

Le valutazioni comparative comportano l'applicazione, a determinate grandezze aziendali rilevanti (tipicamente di carattere reddituale, come l'Ebit o l'Ebitda), di moltiplicatori (o "multipli") ricavati dalla capitalizzazione di Borsa di società quotate confrontabili o dalle negoziazioni comunque avvenute di quote di società confrontabili (PIV III.1.38). Al risultato ottenuto dovrà essere sommata algebricamente la posizione finanziaria netta alla data di riferimento della stima, al fine di individuare il valore dell'Equity<sup>5</sup>. Si tratta di stime di tipo analogico finalizzate all'individuazione di un probabile valore di mercato dell'azienda o del ramo di azienda oggetto di esame, muovendo da prezzi registrati sul mercato.

Nel caso di trattative aventi a oggetto realtà di dimensioni ridotte, è consuetudine che le parti ricorrano a "**metodi empirici**", basati sulle valutazioni espresse nel tempo nelle transazioni che hanno per oggetto la compravendita di aziende di ridotte dimensioni (bar, ristoranti, agenzie di viaggio, negozi di alimentari etc.), che sono quindi riconosciute dal mercato come metodi razionali di valutazione (per esempio, la cosiddetta "*regola del pollice*")<sup>6</sup>.

\*\*\*

<sup>5</sup> In questi termini, cfr. anche *Ebitda e Pfn a fini valutativi e negoziale*, Documento di Ricerca CNDCEC, marzo 2024.

<sup>6</sup> Balducci, D. (2006), *La valutazione d'Azienda*, pp.354-361.

## 4 VALUTAZIONE DEL RAMO DI AZIENDA “VILLA RONCO”

## 4.1 PREMESSA

Ai fini di una corretta valutazione del ramo di azienda “Villa Ronco”, lo scrivente non può prescindere, nella scelta del metodo di valutazione da adottare, dall’analisi delle peculiarità economico e patrimoniali del Ramo d’azienda.

In tal senso, il sottoscritto osserva che il Ramo d’azienda si compone di beni mobili di trascurabile valore, così come risultante dall’elenco allegato al contratto di affitto del Ramo d’azienda (*cf. all. 7*).

Il valore del Ramo, pertanto, è da ricondurre pressoché esclusivamente alla sua capacità di generare reddito, sulla base delle autorizzazioni e dei contratti esistenti.

Per tale ragione lo scrivente, al fine di una corretta valutazione del ramo di azienda, ha ritenuto opportuno adottare il **metodo reddituale**, affinché il metodo di valutazione scelto tenga conto della capacità intrinseca del Ramo d’azienda di generare potenzialmente reddito.

## 4.2 IL METODO REDDITUALE

Richiamando quanto illustrato nel precedente *paragrafo 3.2*, il metodo reddituale con stima autonoma consente di determinare il valore del Ramo d’azienda mediante l’applicazione della seguente formula:

$$V = R * an_{\overline{n}|i} = \sum_{n=1}^x \frac{(R)}{(1+i)^n}$$

dove:

V = valore economico dell’azienda;

R = reddito medio normalizzato prospettico;

i = tasso di redditività medio normale;

n = orizzonte temporale assunto;

$an_{\overline{n}|i}$  = rendita unitaria calcolata per  $n$  anni al tasso  $i$ .

Nei seguenti paragrafi lo scrivente illustra l’individuazione del valore delle singole variabili necessarie per la determinazione del valore aziendale.

\*

### 4.3 DETERMINAZIONE DEL REDDITO PROSPETTICO

Le valutazioni che prendono in considerazione flussi reddituali, anche non esclusivamente, possono fondarsi su due differenti approcci, denominati *asset side* ed *equity side*. La scelta del metodo presuppone il conseguente utilizzo di tassi di attualizzazione differenti: nell'approccio *asset side* il tasso di impiego per l'attualizzazione dei flussi di reddito esprime il costo medio ponderato del capitale complessivamente impiegato nell'azienda, proprio e di terzi (noto come WACC, *Weighted Average Cost of Capital*); nell'approccio *equity side*, invece, il tasso di attualizzazione impiegato esprime il costo dei mezzi propri della società (noto come CAPM, *Capital Asset Pricing Model*)<sup>7</sup>.

Lo scrivente utilizzerà un approccio di tipo *equity side*, il quale consente la determinazione diretta del valore del capitale proprio (*equity*), mediante l'attualizzazione di appositi flussi reddituali. In tale approccio il tasso di attualizzazione è rappresentativo della normale remunerazione del capitale proprio (*cost of equity*). L'utilizzo di tale approccio, peraltro, è conforme a quanto previsto dall'Organismo Italiano di Valutazione, il quale precisa che "le valutazioni reddituali sono normalmente di tipo *equity side*"<sup>8</sup>.

Pertanto la grandezza reddituale di riferimento è il **reddito netto medio normalizzato prospettico**, ossia un reddito netto conseguibile negli anni a venire dall'azienda in condizioni di gestione ordinarie. I flussi reddituali devono essere sottoposti ad attualizzazione per un determinato periodo temporale e a una opportuna "normalizzazione" mediante rettifica di componenti non ordinarie e non caratteristiche.

L'Organismo Italiano di Valutazione prevede espressamente che il professionista incaricato della stima possa identificare un reddito medio prospettico, anche con riferimento ai risultati conseguiti nel recente passato.

Lo scrivente ha provveduto a esaminare i dati reddituali messi a disposizione da Monte Aiona, attuale conduttore del ramo d'azienda, relativi all'esercizio 2025 (unici dati reddituali messi a disposizione).

Il risultato dell'esercizio 2025 è stato rettificato dell'ammontare del canone di affitto del Ramo d'azienda, pari a Euro 6.000,00, ed è stato rideterminato l'onere fiscale, secondo l'aliquota media del 30%.

<sup>7</sup> Principi Italiani di Valutazione, §III.1.31; in tal senso, già GUATRI, L. e UCKMAR, V. (2009), *Linee guida per le valutazioni economiche*, p. 59.

<sup>8</sup> Principi Italiani di Valutazione, §III.1.31.

Lo scrivente espone nella tabella che segue l'esito delle operazioni svolte, nonché il confronto con i dati consuntivi dell'esercizio 2025:

"VILLA RONCO"	Consuntivo Esercizio 2025	Rettificato
rette ASL	64.674,25 €	64.674,25 €
quote Comune di Genova	4.722,09 €	4.722,09 €
quote rette privati	55.551,61 €	55.551,61 €
<b>TOTALE RICAVI</b>	<b>124.947,95 €</b>	<b>124.947,95 €</b>
retribuzioni lorde	55.107,25 €	55.107,25 €
oneri previdenziali	14.878,96 €	14.878,96 €
alimentari	5.184,00 €	5.184,00 €
elettricità cucina	2.388,00 €	2.388,00 €
amministrazione condominio	8.400,00 €	8.400,00 €
canone locazione immobile	24.336,00 €	24.336,00 €
canone affitto ramo	6.000,00 €	0,00 €
trasporti	1.200,00 €	1.200,00 €
canone noleggio automezzo	2.742,00 €	2.742,00 €
materiali di consumo	2.584,00 €	2.584,00 €
<b>TOTALE COSTI</b>	<b>122.820,21 €</b>	<b>116.820,21 €</b>
<b>REDDITO LORDO</b>	<b>2.127,74 €</b>	<b>8.127,74 €</b>
Fiscalità media 30%		2.438,32 €
<b>REDDITO PROSPETTICO RETTIFICATO NETTO</b>		<b>5.689,42 €</b>

Sulla base delle rettifiche sopra esposte, è identificabile un reddito netto prospettico normalizzato pari a **Euro 5.689,42**. In ogni caso il sottoscritto precisa che i redditi del recente passato non costituiscono garanzia di risultati futuri.

\*

#### 4.4 L'ORIZZONTE TEMPORALE DI RIFERIMENTO (N)

L'attività del Ramo d'azienda è fondata sull'esistenza del contratto di diritto d'uso del bene immobile nel quale è svolta l'attività, di proprietà di Centro di Solidarietà della Compagnia delle Opere della Liguria, con durata residua di circa **3 anni** (scadenza 1° marzo 2029). In considerazione di ciò, lo scrivente ha ritenuto opportuno adottare un orizzonte temporale di **3 anni**, ritenendo che l'attività del Ramo d'azienda possa essere esercitata dal potenziale acquirente fino alla scadenza prevista dal contratto in essere.

\*

#### 4.5 DETERMINAZIONE DEL TASSO DI VALUTAZIONE NORMALE

Il **tasso di valutazione normale “i”** (o *Ke*) esprime il tasso di remunerazione minimo che l’investitore si aspetta di ricevere per aver impiegato i propri capitali in una società, assumendosi il rischio d’impresa. In altri termini esso rappresenta il costo del capitale proprio (o di rischio).

Ricorrendo alla metodologia del “*Capital Asset Pricing Model*”, il costo dei mezzi propri è calcolato tenendo conto sia del “rendimento puro” (*Rf*) sia del “premio per il rischio” o “*ERP* (Equity Risk Premium)”, moltiplicato per un coefficiente di rischiosità “Beta” ( $\beta$ ), in base alla seguente formula<sup>9</sup>:

$$i = Rf + \beta * (ERP)$$

Nello specifico:

1. per “rendimento puro” (*Rf*) si intende il rendimento degli investimenti finanziari privi di rischio. Dottrina e pratica suggeriscono che il tasso di rendimento degli impieghi finanziari privi di rischio sia fatto pari al rendimento lordo di titoli di stato considerabili come privi di rischio<sup>10</sup>. Lo scrivente ritiene opportuno prendere come riferimento il rendimento dei titoli di stato tedeschi di **durata residua di circa 3 anni**, pari all’orizzonte temporale individuato, che alla data del 21 aprile 2026 presentano un rendimento del **2,47%** (cfr. *all. 8*);
2. per “premio per il rischio” o “*ERP (Equity Risk Premium)*” (*ERP*) si intende il maggior rendimento che l’imprenditore si aspetta di ricevere per aver investito nell’azienda anziché in titoli privi di rischio. Lo scrivente ha fatto ricorso all’*Equity Risk Premium* riferito all’Italia messo a disposizione sul sito *web* di Aswath Damodaran, professore alla Stern School of Business at New York University, il cui dato è aggiornato alla data del 5 gennaio 2026: l’*ERP* utilizzato è pari a **6,69%** (cfr. *all. 9*)<sup>11</sup>;
3. per “Beta” ( $\beta$ ) si intende un indicatore rappresentativo della rischiosità relativa alla realtà aziendale oggetto di valutazione, espressivo del grado di alea che questa presenta in

<sup>9</sup> Per una descrizione della formula e delle sue componenti si veda, per esempio, Principi Italiani di Valutazione, §III.1.44; §III.1.45. Si tratta di impianto da tempo saldo nella teoria aziendalistica come confermato da diversi autori tra cui: BALDUCCI, D. (2001), *La valutazione dell’azienda*, pp. 204 e 263; GUATRI, L. e UCKMAR, V. (2009), *Linee guida per le valutazioni economiche*, pp. 71 e ss.; ROSIN, R. (2015), *Come valutare le aziende. Logiche, metodologie e casi di misurazione del valore*, p. 164

<sup>10</sup> Si veda, per esempio, GUATRI, L. e UCKMAR, V. (2009), *Linee guida per le valutazioni economiche*, p. 71.

<sup>11</sup> [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)

termini di rischio sistematico<sup>12</sup>. La stima del  $\beta$  può essere effettuata utilizzando, se disponibili ed esistenti, i coefficienti per società simili quotate. Lo scrivente ha fatto ricorso al Beta *levered* riferito al settore “aziende sanitarie” indicato dallo studio periodico di Salvidio&Partners, pari a 1,34 (cfr. *all. 10*).

In conclusione, il tasso di valutazione normale “*i*” è pari a 11,435%, così determinato:

$$i = Rf + \beta * (ERP)$$

$$i = 2,47\% + 1,34 * 6,69\% = 11,435\%$$

\*

#### 4.6 DETERMINAZIONE DEL TASSO DI VALUTAZIONE FINANZIARIO

Il tasso di valutazione finanziario (*i'*), o più comunemente denominato come tasso di attualizzazione, è il *puro compenso per il trascorrere del tempo indipendentemente dal grado di rischio (risk free rate)*.

Richiamando integralmente quanto già esposto al punto 1 del precedente *paragrafo 4.5* della presente relazione, il tasso di valutazione finanziario, coincidente il *risk free rate*, è pari 2,47%.

\*

#### 4.7 IL VALORE ECONOMICO DEL RAMO DI AZIENDA CON IL METODO REDDITUALE

Lo scrivente ricorda che nella fattispecie in esame il valore economico del Ramo d'azienda è stato stimato ricorrendo al metodo reddituale, secondo la seguente formula:

$$V = R * an \_ i = \sum_{n=1}^x \frac{(R)}{(1+i)^n}$$

Richiamando quanto ampiamente illustrato nei paragrafi precedenti, lo scrivente di seguito riporta la formula sopra esposta completa dei valori delle sue componenti, la cui applicazione consente di pervenire al valore odierno di Euro 13.798,89, e precisamente:

$$V = \sum_{n=1}^3 \frac{[€ 5.689,42]}{(1+11,435\%)^n} = € 13.798,89$$

<sup>12</sup> In questo senso, ad esempio, GUATRI, L. e UCKMAR, V. (2009), *Linee guida per le valutazioni economiche*, p. 71.

**Legenda:**

- V = Valore economico
- R = Reddito netto medio prospettico = Euro 5.689,42 (**paragrafo 4.3**);
- Orizzonte temporale: 3 anni (**paragrafo 4.4**);
- i = tasso di valutazione normale = 11,435% (**paragrafo 4.5**);
- i' = tasso di valutazione finanziario = 2,47% (**paragrafi 4.5 e 4.6**).

In conclusione **il valore economico del Ramo d'azienda "Villa Ronco" alla data odierna è stimato in Euro 13.798,89.**

Inoltre, tenuto conto che l'art. 216, c. 7, CCII prevede che "[I]e offerte di acquisto sono efficaci anche se inferiori di non oltre un quarto al prezzo stabilito", la Procedura potrà porre quale "**prezzo base**" l'importo sopra determinato di **Euro 13.798,89** e quale "**offerta minima**" l'importo di **Euro 10.349,17** (75% di 13.798,89).

Si riepilogano nella tabella seguente i valori sopra indicati:

DETERMINAZIONE VALORE ECONOMICO			
Reddito medio prospettico normalizzato (R)	Tasso di valutazione normale (i)	Valore economico (prezzo base)	Offerta minima (75% del valore economico)
€ 5.689,42	11,435%	<b>€ 13.798,89</b>	€ 10.349,17

LEGENDA	
Descrizione	Ammontare
R = Reddito medio prospettico normalizzato	€ 5.689,42
$i = r_f + B \times (R_m - R_f)$	11,435%
B = coefficiente rischiosità del settore	1,34
ERP = equity risk premium	6,69%
i' = Rf = tasso risk free (rendimento bund 3 anni al 21/04/2026)	2,470%
n = orizzonte temporale	3

Per quanto possa occorrere, lo scrivente osserva che nel contratto del 14/12/2023, con cui Lanza del Vasto Soc. Coop. Sociale ha concesso in affitto il Ramo d'azienda a RSA Villa delle Rose S.r.l., era previsto l'impegno del conduttore, oggi venuto meno, di partecipare a un eventuale



gara per l'acquisto del presente Ramo, per l'importo di Euro 10.000,00. Tale importo è, pertanto, in linea con quello individuato nel presente elaborato.

\*

A espletamento dell'incarico ricevuto.

Genova, 20 maggio 2026

**Il Professionista incaricato**

Dott. Nicola Pioreschi

*Nicola Pioreschi*

