

Prof. Simona Arduini
Università degli Studi Roma Tre
Via Silvio d'Amico, 77 – 00145 Roma



PERIZIA DI STIMA DEL VALORE ECONOMICO,
ALLA DATA DEL 31 DICEMBRE 2020,
DELLA QUOTA PARI al 25% DEL CAPITALE DI CRISALIDE S.R.L.
DETENUTA DA
SOCIETÀ COOPERATIVA 29 GIUGNO COOPERATIVA SOCIALE ONLUS



Roma, 20 dicembre 2021

Sommario



1. Oggetto dell'incarico.....	5
2. Documentazione esaminata.....	6
3. Presentazione della Società oggetto di Perizia e descrizione del suo patrimonio	8
3.1. Premessa	8
3.2. Descrizione del patrimonio sociale	8
3.2.1. Premessa.....	8
3.2.2. Immobilizzazioni	9
3.2.3. Attivo circolante	9
3.2.4. Debiti	9
3.3. Descrizione della partecipata Tolfa Care s.r.l.....	10
3.3.1. Premessa	10
3.3.2. Immobilizzazioni	11
3.3.2.1. Premessa.....	11
3.3.2.2. Le immobilizzazioni immateriali.....	11
3.3.2.3. Le immobilizzazioni materiali.....	13
3.3.3. Attivo circolante.....	15
3.3.3.1. Premessa.....	15
3.3.3.2. I crediti	15
3.3.3.3. Le disponibilità liquide.....	19
3.3.4. Ratei e risconti attivi	20
3.3.5. Fondi per rischi e oneri	20
3.3.5. Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato	20
3.3.5. Debiti	21
4. Le metodologie di stima del capitale economico delle aziende	26
4.1. Il concetto di capitale economico	26
4.2. I metodi di valutazione del capitale economico.....	27

4.2.1. Premessa	27
4.2.2. Le metodologie dirette di stima	27
4.2.3. I metodi indiretti	28
4.2.3.1. I metodi fondati su grandezze flusso	29
4.2.3.2. I metodi reddituali semplificati	30
4.2.3.3. I metodi finanziari semplificati	33
4.2.3.4. La stima del tasso di congrua remunerazione	35
4.2.3.5. I metodi basati su grandezze stock.....	36
4.2.3.6. I metodi flusso-stock.....	38
5. La scelta della metodologia valutativa.....	40
6. La stima del valore economico della quota pari al 25% del capitale di Crisalide s.r.l. con il metodo patrimoniale semplice.....	43
6.1. Premessa	43
6.2. La stima del valore corrente del patrimonio netto di Crisalide s.r.l.	44
6.2.1. Il valore contabile del patrimonio netto	44
6.2.2. La stima del valore corrente degli elementi patrimoniali attivi e passivi	45
6.2.2.1. Attivo circolante.....	45
6.2.2.2. Debiti	45
6.2.3. La stima del patrimonio netto rettificato della Società valutanda	46
6.3. La stima del valore corrente della partecipazione in Tolfa Care s.r.l.....	46
6.3.1. Premessa	46
6.3.2. Il valore contabile del patrimonio netto di Tolfa Care s.r.l.	47
6.3.3. La stima del valore corrente delle attività e passività di Tolfa Care s.r.l.	48
6.3.3.1. Le immobilizzazioni	48
6.3.3.1.1. Premessa.....	48
6.3.3.1.2. Le immobilizzazioni immateriali	49
6.3.3.1.3. Le immobilizzazioni materiali.....	50
6.3.3.2. Attivo circolante.....	53
6.3.3.2.1. Premessa.....	53

6.3.3.2.2. I crediti	54
6.3.3.2.3. Le disponibilità liquide.....	54
6.3.3.3. I ratei e risconti attivi.....	55
6.3.3.4. I fondi per rischi e oneri	55
6.3.3.5. Il trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato.....	55
6.3.3.6. I debiti	56
6.3.4. La stima del patrimonio netto rettificato della Partecipata	57
6.3.5. La stima della correzione reddituale della Partecipata	58
6.3.6. La stima del valore economico del capitale di Tolfa Care s.r.l.	60
6.3.7. La stima del valore corrente della partecipazione di Crisalide s.r.l. in Tolfa Care s.r.l.	60
6.4. La stima del valore economico del capitale di Crisalide s.r.l. con il metodo patrimoniale semplice	61
6.5. La stima del valore economico della quota pari al 25% del capitale di Crisalide s.r.l.	61
7. Conclusioni	62

ASTE
GIUDIZIARIE.it

ASTE
GIUDIZIARIE.it

ASTE
GIUDIZIARIE.it
Prof. Simona Arduini

1. Oggetto dell'incarico

La scrivente Simona Arduini, professore associato di Economia aziendale, domiciliata per la carica presso l'Università degli Studi Roma Tre, in Roma, via Silvio d'Amico, n. 77, ha ricevuto dal dottor Luigi Federico Brancia – nominato, con decreto del 18 dicembre 2019 del Ministero dello Sviluppo Economico, Commissario liquidatore della Società Cooperativa 29 Giugno Cooperativa Sociale onlus, posta in liquidazione coatta amministrativa - l'incarico di redigere la perizia di stima del valore economico della quota pari al 25% del capitale di Crisalide s.r.l. detenuta da Società Cooperativa 29 giugno Cooperativa Sociale onlus (nel prosieguo, per brevità, "la Cooperativa" o "Coop 29 Giugno in l.c.a.").

Il dottor Brancia intende infatti valutare la possibilità di dismettere la partecipazione della Cooperativa in Crisalide s.r.l., mediante un'operazione di trasferimento a terzi. Si rileva, in proposito, che Crisalide s.r.l. detiene, a sua volta, una quota pari al 20,4% del capitale di Tolfa Care s.r.l., società che gestisce la struttura di assistenza residenziale per anziani e disabili "Quinta Stella" nel Comune di Tolfa (provincia di Roma).

Si precisa che la valutazione oggetto della presente Perizia è stata svolta nell'ambito del perimetro dell'incarico ricevuto e che il valore a cui la scrivente giungerà a seguito del processo di stima potrà differire dal valore che potrebbe discendere da finalità valutative differenti quali – come si dirà nel prosieguo – quelle della valutazione nell'ottica del venditore o del terzo acquirente.

Oggetto della presente Perizia è, pertanto, la stima del valore economico (i.e. valutazione "stand alone") della quota pari al 25% del capitale di Crisalide s.r.l. alla data del 31 dicembre 2020.

La scrivente ha adempiuto all'incarico ricevuto sulla base dei dati, delle informazioni e delle metodologie descritte nel prosieguo, con le avvertenze e le precisazioni che saranno esposte nel capitolo che segue.

2. Documentazione esaminata

Ai fini dell'espletamento dell'incarico di cui al precedente capitolo, la scrivente ha esaminato la seguente documentazione:

- decreto di nomina del Commissario liquidatore di Coop 29 Giugno in l.c.a.;
- prospetto delle partecipazioni detenute da Coop 29 Giugno in l.c.a.;
- visura della Camera di Commercio Industria Artigianato e Agricoltura di Roma alla data del 27 gennaio 2020 di Coop 29 Giugno in l.c.a.;
- visura ordinaria della Camera di Commercio Industria Artigianato e Agricoltura di Roma alla data del 12 maggio 2020 di Crisalide s.r.l.;
- visura storica della Camera di Commercio Industria Artigianato e Agricoltura di Roma alla data del 18 febbraio 2021 di Crisalide s.r.l.;
- visura ordinaria della Camera di Commercio Industria Artigianato e Agricoltura di Roma alla data del 15 gennaio 2021 di Tolfa Care s.r.l.;
- atto costitutivo e statuto di Crisalide s.r.l.;
- statuto di Tolfa Care s.r.l.;
- bilancio in forma abbreviata di Crisalide s.r.l. degli esercizi 2018, 2019 e 2020;
- bilancio in forma abbreviata di Tolfa Care s.r.l. degli esercizi 2018, 2019 e 2020;
- "scadenzario passivo" alla data dell'11 giugno 2021 e del 31 dicembre 2020 di Tolfa Care s.r.l.;
- "scadenzario attivo" alla data del 31 maggio 2021 e del 31 dicembre 2020 di Tolfa Care s.r.l.;
- estratto del libro cespiti ammortizzabili al 31 dicembre 2020 di Tolfa Care s.r.l.;
- dettaglio del numero di dipendenti di Tolfa Care s.r.l. e del RAL medio annuo;
- dettaglio di alcuni ricavi e costi d'esercizio di Tolfa Care s.r.l.;
- "accertamento della proprietà immobiliare urbana" dell'Agenzia del Territorio relativo all'immobile in *leasing* presso il quale è svolta l'attività di Tolfa Care s.r.l.

Si sono, inoltre, impiegati dati e informazioni pubblicamente disponibili e/o tratti da banche dati specializzate.

I dati e i documenti sopra elencati sono stati integrati e completati da interlocuzioni a mezzo posta elettronica avvenute con il dottor Paolo di Ninno, consulente amministrativo-contabile di Crisalide s.r.l., e con il dottor Jacopo Simonetto, impiegato amministrativo di Tolfa Care s.r.l.; le citate interlocuzioni hanno riguardato i dati economici, finanziari e patrimoniali delle rispettive Società, nonché la struttura organizzativa e il modello di *business*. Inoltre, in data 16 novembre 2021 la scrivente, insieme al Commissario liquidatore dottor Brancia, ha incontrato, presso la sede della struttura residenziale per anziani e disabili "Quinta Stella" in Tolfa, il dottor Jacopo Simonetto, il dottor Simone Marazzi e la direttrice della struttura, dai quali ha appreso ulteriori informazioni sull'organizzazione della stessa. Si evidenzia che, in tale occasione, per motivi legati alla

Prof. Simona Arduini

emergenza sanitaria da Covid-19, non è stato consentito alla scrivente di visitare la struttura.

Si precisa che i dati della Società e della sua partecipata, utilizzati per la valutazione, sono esclusivamente desunti dai documenti e dalle interlocuzioni di cui sopra; tutte le informazioni sulle quali si basa il presente documento sono state, peraltro, fornite direttamente dai Consulenti e/o dagli Uffici della Società valutanda e/o della sua partecipata o sono state tratte da materiale di pubblico dominio, tra cui banche dati e pubblicazioni specializzate in ambito finanziario ed economico-aziendale.

Sui documenti ricevuti concernenti la Società e la sua partecipata non è stata compiuta alcuna attività di revisione circa la completezza, veridicità e correttezza, atteso anche che il Collegio sindacale della partecipata Tolfa Care svolge altresì le funzioni di organo di controllo contabile.

La presente Perizia, pertanto, è fondata sui documenti, sulle informazioni e sui dati forniti dalla Società e i risultati che la Perizia stessa esporrà dipenderanno esclusivamente dai dati e dalle informazioni ricevute dalla scrivente.

La sottoscritta, pur avendo adottato tutte le necessarie precauzioni per un'attenta valutazione di tali documenti, informazioni e dati e pur avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non risponde tuttavia della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività dei documenti, delle informazioni e dei dati ricevuti. Resta ferma, quindi, la responsabilità delle Società citate per qualsiasi errore od omissione concernente i documenti contabili ricevuti e per qualsiasi errore od omissione che dovesse emergere in sede di valutazione in seguito al loro impiego.

Rilievi, accertamenti e stime, per concordata utilità operativa, devono intendersi riferiti alla data del 31 dicembre 2020.

ASTE
GIUDIZIARIE.it

ASTE
GIUDIZIARIE.it
Prof. Simona Arduini

3. Presentazione della Società oggetto di Perizia e descrizione del suo patrimonio

3.1. Premessa

Crisalide s.r.l. è una società con sede in Roma, via Pomona, 63, costituita nell'anno 2007 con un capitale sociale di euro 80 mila e avente per oggetto la realizzazione, detenzione e gestione di residenze sanitarie assistite sia in conto proprio che dei terzi (cfr. allegato n. 1).

Risultano soci di Crisalide:

- Casa Comune 2000 Società Cooperativa Sociale a r.l., per una quota pari al 50% del capitale sociale;
- Coop 29 Giugno in l.c.a., per una quota pari al 25% del capitale sociale;
- Sarim Immobiliare s.r.l. per una quota pari al 25% del capitale sociale.

I poteri di ordinaria e straordinaria amministrazione sono demandati a un amministratore unico, individuato nella persona del signor

Si precisa che con provvedimento del 1 dicembre 2014 il Tribunale di Roma, sezione Misure di Prevenzione, nell'ambito del procedimento penale n. 202/14, ha ordinato il sequestro delle quote di Crisalide s.r.l. detenute da Coop 29 Giugno in l.c.a. e ha nominato Amministratori Giudiziari i dottori Claudia Capuano., Davide Franco e Paolo Lupi.

Con provvedimento del 27 marzo 2015, inoltre, il Tribunale di Roma, sezione Misure di Prevenzione, nell'ambito del procedimento penale n. 202/14, ha ordinato il sequestro delle quote di Crisalide s.r.l. detenute da Sarim Immobiliare s.r.l. e con provvedimento n. 78 del 12 marzo 2018 la medesima Sezione del Tribunale di Roma, nell'ambito del procedimento penale n. 196/14, ha ordinato la confisca delle citate quote.

Il provvedimento di successivo dissequestro delle quote di patrimonio di Coop 29 Giugno in l.c.a. è datato 8 febbraio 2018 (cfr. allegato n. 2).

3.2. Descrizione del patrimonio sociale

3.2.1. Premessa

Prima di descrivere puntualmente le attività e le passività che compongono il patrimonio della Società valutanda, appare opportuno sintetizzarne la situazione contabile alla data del 31 dicembre 2020.

La tabella successiva, pertanto, illustra le voci che compongono il patrimonio della Società, espresse a valori contabili al 31 dicembre 2020 (valori espressi in euro - cfr. allegato n. 3).

Attivo		Passivo e patrimonio netto	
Immobilizzazioni		Patrimonio netto	
<i>Immobilizzazioni finanziarie</i>		<i>Capitale</i>	80.000
Partecipazioni	165.750	<i>Riserva legale</i>	3.377
<i>Totale immobilizzazioni finanziarie</i>	165.750	<i>Altre riserve</i>	70.326
Totale immobilizzazioni	165.750	Utili (perdite) portati a nuovo	4.941
Attivo circolante		Utile (perdita) dell'esercizio	(2.419)
<i>Crediti</i>	816	Totale patrimonio netto	156.225
<i>Disponibilità liquide</i>	285	Debiti	10.626
Totale attivo circolante	1.101		
Totale attivo	166.851	Totale passivo e netto	166.851

Nel seguito, si procede a descrivere puntualmente le attività e le passività che compongono il patrimonio della Società.

3.2.2. Immobilizzazioni

L'aggregato "Immobilizzazioni", iscritto nell'attivo patrimoniale della Società alla data del 31/12/2020, ammonta a euro 165.750 (cfr. allegato n. 3) e comprende esclusivamente immobilizzazioni finanziarie. Si tratta, in particolare, della partecipazione pari al 20,4% del capitale di Tolfa Care s.r.l., società il cui patrimonio sarà descritto nel prosieguo del capitolo.

3.2.3. Attivo circolante

L'aggregato "Attivo circolante", iscritto nell'attivo patrimoniale della Società alla data del 31/12/2020, ammonta a euro 1.101 (cfr. allegato n. 3) e comprende esclusivamente crediti e disponibilità liquide. I crediti, di complessivi euro 816, sono rappresentati da I.V.A. a credito per euro 755 e da acconti I.R.A.P. per euro 61 (oltre a un residuo, di valore irrisorio, di "Erario c/ritenute subite). Le disponibilità liquide, pari a euro 285, sono rappresentate dal saldo attivo del conto corrente di euro 205 e dalle disponibilità di cassa di euro 80.

3.2.4. Debiti

L'aggregato "Debiti", iscritto nel passivo patrimoniale della Società alla data del 31/12/2020, ammonta a euro 10.626 (cfr. allegato n. 3) e comprende esclusivamente finanziamenti soci e debiti commerciali. I finanziamenti dei soci, di carattere infruttifero,

ammontano a euro 7.126; i debiti commerciali, di euro 3.500, sono integralmente rappresentati da fatture da ricevere da fornitori terzi.

3.3. Descrizione della partecipata Tolfa Care s.r.l.

3.3.1. Premessa

Tolfa Care s.r.l. è un'impresa costituita con atto del 4 ottobre 2007, con sede in Pesaro e alla cui attività prevalente è stato assegnato il codice ATECO 87.1: gestione di case di riposo e residenze sanitarie assistite. L'oggetto sociale è la "realizzazione dell'intervento urbanistico-edilizio promosso dal Comune di Tolfa con deliberazione del Consiglio comunale n. 10 del 23.03.2007, n. 36 del 7.09.2007 e n. 41 del 01.10.2007", nonché la realizzazione delle connesse opere pubbliche, l'acquisizione e/o costruzione, la gestione e la manutenzione dei relativi beni immobili, la costruzione delle infrastrutture collegate ai progetti realizzati e, più in generale, "la gestione di strutture ricettizie, ostelli, comunità case di riposo, alberghi, residenze sanitarie assistite" (cfr. allegato n. 4).

La sede operativa si trova in Tolfa, Via Antonio Gramsci 1, sotto l'insegna "Residenza per anziani Quinta Stella".

Ci è stato riferito dalla Direttrice della residenza che la stessa dispone di n. 96 posti-letto, di cui n. 58 destinati a RSA e convenzionati con il Servizio Sanitario Regionale (per pazienti non autosufficienti, in genere malati di Alzheimer) e n. 38 adibiti a casa di riposo. La retta corrisposta per il servizio in convenzione è di euro 118,40 al giorno, di cui il 50% a carico della Regione e il restante 50% a carico dell'ospite (o del Comune di residenza, se l'ospite ha diritto all'esenzione). Per i posti non convenzionati (casa di riposo) la retta varia tra 70 e 100 euro al giorno, a seconda del livello di autonomia dell'assistito e, conseguentemente, del carico assistenziale della residenza. Nell'anno 2020 la retta media giornaliera corrisposta per paziente è stata pari a 104 euro.

Il capitale sociale, deliberato, sottoscritto e versato, è pari a euro 812.500.

Risultano soci di Tolfa Care s.r.l.:

- Crisalide s.r.l. per una quota pari al 20,4% del capitale sociale;
- Renco Health Care s.r.l. per una quota pari al 47,6% del capitale sociale;
- MAM Group B.V., per una quota pari al 20% del capitale sociale;
- Comune di Tolfa, per una quota pari al 12% del capitale sociale.

La Società è amministrata da un Consiglio di Amministrazione, composto da tre Consiglieri, nominati dall'Assemblea in data 5 novembre 2019: il signor che riveste altresì la carica di Presidente del Consiglio di Amministrazione e di Amministratore Delegato, e i signori

La funzione di controllo contabile è svolta, congiuntamente a quella di controllo sull'organizzazione, dal Collegio sindacale, il cui Presidente e i cui componenti effettivi,

nominati sempre in data 5 novembre 2019, risultano, rispettivamente i signori:

La Società ha ricevuto, a partire dal 2015, la certificazione UNI EN ISO 9001:2015, emessa dall'ente certificatore Bureau Veritas Italia S.p.A.

Prima di descrivere puntualmente le attività e le passività che compongono il patrimonio della partecipata Tolfa Care s.r.l., appare opportuno sintetizzarne la situazione contabile alla data del 31 dicembre 2020.

La tabella successiva, pertanto, illustra le voci che compongono il patrimonio della Società, espresse a valori contabili al 31 dicembre 2020 (valori espressi in euro - cfr. allegato n. 5).

Attivo		Passivo e patrimonio netto	
Immobilizzazioni		Patrimonio netto	
<i>Immobilizzazioni immateriali</i>	436.294	<i>Capitale</i>	812.500
<i>Immobilizzazioni materiali</i>	116.140	<i>Riserva da sovrapprezzo azioni</i>	270.991
Totale immobilizzazioni	552.434	<i>Riserva legale</i>	48.515
Attivo circolante		<i>Altre riserve</i>	375.216
<i>Crediti</i>	698.338	<i>Utile (perdita) dell'esercizio</i>	119.472
<i>Disponibilità liquide</i>	1.197.030	Totale patrimonio netto	1.626.694
Totale attivo circolante	1.895.368	Fondi per rischi e oneri	59.200
Ratei e risconti	251.137	Trattamento di fine rapporto	158.252
		Debiti	854.793
Totale attivo	2.698.939	Totale passivo e netto	2.698.939

Nel seguito, si procede a descrivere puntualmente le attività e le passività che compongono il patrimonio della Società.

3.3.2. Immobilizzazioni

3.3.2.1. Premessa

L'aggregato "Immobilizzazioni", iscritto nell'attivo patrimoniale della Società alla data del 31/12/2020, ammonta a euro 552.434 al netto dei fondi ammortamento (cfr. allegato n. 5) e comprende immobilizzazioni immateriali e materiali.

Nel seguito si descrivono le singole voci che compongono l'aggregato.

3.3.2.2. Le immobilizzazioni immateriali

Le immobilizzazioni immateriali appartenenti al patrimonio della Partecipata oggetto di stima hanno un costo storico di euro 503.341 e un valore contabile netto complessivo di

euro 436.294 e sono rappresentate da “Diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell’ingegno” e da “Altre immobilizzazioni immateriali”.

Sono iscritte al costo storico, di acquisto o di produzione “comprensivo degli oneri accessori di diretta imputazione” e rettificato per “svalutazioni e ammortamenti effettuati, calcolati sistematicamente (*omissis*) tenendo conto della loro residua possibilità di utilizzazione” (cfr. allegato n. 5).

La tabella successiva sintetizza la composizione dell’aggregato di cui trattasi al 31/12/2020 (valori espressi in euro – cfr. allegato n. 5), così come rappresentato nella Nota integrativa del bilancio dell’esercizio 2020.

<i>Immobilizzazioni immateriali</i>	<i>Costo storico</i>	<i>Fondo ammortamento</i>	<i>Valore contabile</i>
Diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell’ingegno	32.005	32.005	-
Altre immobilizzazioni immateriali	712.958	276.665	436.293
<i>Totale</i>	<i>744.963</i>	<i>308.670</i>	<i>436.293</i>

I diritti di brevetto industriale e i diritti di utilizzazione delle opere dell’ingegno hanno valore nullo, in quanto totalmente ammortizzati.

Le altre immobilizzazioni immateriali sono relative a “Migliorie beni di terzi” e ad “Altri oneri pluriennali”.

Gli “Altri oneri pluriennali”, di euro 279.000, riguardano “Oneri di urbanizzazione”, vale a dire oneri per la riqualificazione della zona adiacente alla “Residenza per Anziani Quinta Stella”, sostenuti in accordo con il Comune di Tolfa. In particolare, si tratta di oneri sostenuti negli anni 2009 e 2018 e aventi un valore netto contabile (costo storico nettato degli ammortamenti cumulati) rispettivamente di euro 70.631 e 208.639.

I costi per migliorie beni di terzi comprendono manutenzioni straordinarie, modifiche di impianti e altri interventi strutturali sull’immobile in locazione finanziaria nel quale è svolta l’attività della Residenza per Anziani; ammontano, nel complesso, a euro 155.472. In particolare, trattasi di:

- spese sostenute per euro 17.754 nell’anno 2010 e aventi un valore residuo da ammortizzare, al 31/12/2020, di euro 6.538;
- spese sostenute per euro 5.727 nell’anno 2011 e aventi un valore residuo da ammortizzare, al 31/12/2020, di euro 2.298;
- spese sostenute per euro 24.699 nell’anno 2012 e aventi un valore residuo da ammortizzare, al 31/12/2020, di euro 10.745;
- spese sostenute per euro 9.132 nell’anno 2013 e aventi un valore residuo da ammortizzare, al 31/12/2020, di euro 3.580;
- spese sostenute per euro 9.150 nell’anno 2014 e aventi un valore residuo da ammortizzare, al 31/12/2020, di euro 4.406;

- spese sostenute per euro 1.629 nell'anno 2015 e aventi un valore residuo da ammortizzare, al 31/12/2020, di euro 876;
- spese sostenute per euro 5.500 nell'anno 2016 e aventi un valore residuo da ammortizzare, al 31/12/2020, di euro 3.180;
- spese sostenute per euro 32.268 nell'anno 2018 e aventi un valore residuo da ammortizzare, al 31/12/2020, di euro 26.418;
- spese sostenute per euro 129.327 nell'anno 2019 e aventi un valore residuo da ammortizzare, al 31/12/2020, di euro 97.431.

Si precisa che i valori sopra riportati, per complessivi euro 155.472, sono stati forniti dagli Uffici della stessa Partecipata (cfr. allegato n. 6) e risultano inferiori di euro 1.821 – per presunto errore materiale – rispetto ai valori iscritti nel bilancio dell'esercizio 2020.

3.3.2.3. Le immobilizzazioni materiali

Le immobilizzazioni materiali appartenenti al patrimonio della Partecipata oggetto di stima hanno un valore contabile netto complessivo indicato nel bilancio dell'esercizio 2020 pari a euro 116.140; sono rappresentate da impianti e macchinario del valore contabile netto nullo, da attrezzature industriali e commerciali di euro 42.516, da altre immobilizzazioni materiali di euro 22.421 e da immobilizzazioni materiali in corso e acconti di euro 51.203. Sono iscritte al costo storico di acquisto o di produzione interna, aumentato di eventuali oneri accessori "nonché dei costi di diretta imputazione" (cfr. allegato n. 5) e rettificato per svalutazioni e ammortamenti, calcolati "sistematicamente", "in relazione alla loro residua possibilità di utilizzazione".

La tabella successiva sintetizza la composizione dell'aggregato di cui trattasi al 31/12/2020 (valori espressi in euro – cfr. allegato n. 5).

<i>Immobilizzazioni materiali</i>	<i>Costo storico</i>	<i>Acquisti dell'anno</i>	<i>Fondo ammortamento</i>	<i>Valore contabile</i>
Impianti e macchinario	29.023	-	29.023	-
Attrezzature industriali e commerciali	252.891	15.339	225.715	42.515
Altri beni	403.380	9.528	390.486	22.422
Immobilizzazioni in corso e acconti	51.203	-	-	51.203
Totale	736.497	24.867	645.224	116.140

Nel seguito si descrivono le singole categorie di immobilizzazioni materiali.

Gli impianti e macchinari hanno valore nullo, in quanto totalmente ammortizzati, sulla base dell'aliquota annua del 12%.

Le attrezzature industriali e commerciali, del valore contabile netto di euro 42.516, sono rappresentate – come risulta dal libro cespiti ammortizzabili (cfr. allegato n. 7) - da attrezzature generiche e attrezzature specifiche.

Le attrezzature generiche (carrelli, vetrine frigorifero, condizionatori, decespugliatore, utensilerie per cucina, lavatrice, caldaia, stampante, cassaforte, lampade, estintori, termostati, televisori, tende, solo per citare le principali) hanno un valore netto contabile di euro 27.523, poiché presentano un costo storico complessivo di euro 129.459 e sono ammortizzate per euro 101.936, sulla base dell'aliquota annua del 25%.

Le attrezzature specifiche (carrozine, sedie basculanti, deambulatori, sollevatori, attrezzi per bagni assistiti, pulsiossimetri, elettrocardiografi, cuscini, materassi, lavacentrifuga, lavastoviglie, macchine da stiro, autoclave, essiccatoio, forno, macchinari vari per la cucina, ecc.) hanno un valore netto contabile di euro 14.993, risultante dalla differenza fra il costo storico complessivo di euro 138.772 e gli ammortamenti cumulati di euro 123.779, calcolati in base alla aliquota annua del 12,50%.

Gli "Altri beni", del valore netto contabile iscritto in bilancio di euro 22.422, comprendono: mobili e arredi, biancheria e macchine d'ufficio ed elettroniche.

I mobili e arredi (mobili reception, mobili bar, cucine, arredi da ufficio, armadietti, letti, materassi, attaccapanni, panche, poltrone, divani, vetrine, credenze, tavolini, arredi da terrazzo e da giardino, televisioni, tendaggi, cestini, ecc.) presentano il valore netto contabile di euro 18.340 (cfr. Registro beni ammortizzabili in allegato n. 7) , poiché hanno il costo storico pari a euro 277.381 e risultano complessivamente ammortizzati per euro 259.041, sulla base dell'aliquota annua del 10%.

La biancheria (guanciali, lenzuola, federe, asciugamani, tovaglie, tovaglioli, copriletti, coperte, traverse, teli, ecc.) ha il costo storico complessivo di euro 64.033 e risulta ammortizzata per euro 63.044, all'aliquota annua del 40%. Atteso il valore dell'aliquota, tutta la biancheria acquistata dal 2009 al 2016 risulta ammortizzata e - atteso che negli anni dal 2017 al 2019 nessun acquisto è stato effettuato - solo i beni comprati nell'anno 2020 sono ancora in corso di ammortamento; il loro valore netto contabile è pari a euro 989 (cfr. Registro beni ammortizzabili, in allegato n. 7).

Le macchine d'ufficio ed elettroniche (computer, monitor, tastiere, server, router, stampanti, centralini, climatizzatore, proiettore, ecc.) sono iscritte al costo storico complessivo di euro 85.294 e risultano ammortizzate, all'aliquota annua del 20%, per euro 82.337. Il relativo valore contabile, così come risultante dal Registro cespiti ammortizzabili, è 2.956 euro (cfr. allegato n. 7). Si rileva che il valore contabile netto complessivo delle macchine di ufficio ed elettroniche risultante dal Registro cespiti ammortizzabili è pari a euro 2.956, benché le stesse siano iscritte in bilancio per complessivi euro 3.093.

Dal Registro beni ammortizzabili risulta altresì la presenza di n. 3 autoveicoli, dal costo storico di euro 15.087, ma interamente ammortizzati (in base all'aliquota del 20%), acquistati rispettivamente negli anni 2013, 2014 e 2016: una Fiat Grande Punto, una Fiat Punto EVO e una Hyundai FDH (cfr. allegato n. 7).

Prof. Simona Arduini

14

Le immobilizzazioni in corso e gli acconti riguardano “l’imposta sostitutiva di imposte ipotecarie e catastali sul leasing immobiliare capitalizzata dal 2011” (cfr. allegato n. 6) e presentano un valore contabile, al 31 dicembre 2020, di euro 51.203.

Si osserva che la Partecipata ha in essere un contratto di leasing relativo al fabbricato nel quale è svolta l’attività. Il valore ammortizzato dei beni in leasing, alla data di riferimento del bilancio 2020, è pari a euro 4.564.065, mentre il valore attuale delle rate di canone non scadute, alla stessa data, è di euro 2.856.695.

3.3.3. Attivo circolante

3.3.3.1. Premessa

L’aggregato “Attivo circolante”, iscritto nell’attivo patrimoniale della Società alla data del 31/12/2020, ammonta a euro 1.895.368 (cfr. allegato n. 5) e comprende esclusivamente crediti e disponibilità liquide.

Nel seguito si descrivono le singole voci che compongono l’aggregato.

3.3.3.2. I crediti

I crediti iscritti nell’attivo circolante per complessivi euro 698.338 sono vantati nei confronti dei seguenti soggetti:

- clienti per euro 439.590;
- Erario per tributi per euro 16.748;
- Erario per imposte anticipate per euro 224.226;
- altri soggetti per euro 17.774, di cui euro 4.499 scadenti oltre l’esercizio successivo.

I crediti verso clienti, i crediti tributari e i crediti verso altri (quest’ultimi limitatamente alla quota di euro 13.275) sono esigibili entro l’esercizio successivo.

I crediti sono iscritti al valore di presunto realizzo, fatto pari al valore nominale al netto del fondo svalutazione crediti che, alla data del 31 dicembre 2020, risulta pari a euro 120.000.

I crediti verso clienti – che, come già evidenziato, presentano un valore di presunto realizzo di euro 439.590 – sono vantati sia nei confronti di soggetti privati (quasi totalmente persone fisiche, ad eccezione del cliente “Cooperativa Sociale Casa Comune”) che di soggetti pubblici (la ASL Roma 4, il Comune di Allumiere, il Comune di Bracciano, il Comune di Capranica, il Comune di Cerveteri, il Comune di Civitavecchia, il Comune di Ladispoli, il Comune di Sacrofano, il Comune di Tarquinia, Comune di Tolfa, Roma Capitale) ed enti previdenziali (INPS, INPGI). La tabella che segue sintetizza l’elenco dei debitori, suddivisi per “classi” (persone fisiche, enti privati, enti locali e enti previdenziali) e ordinati, per ciascuna “classe”, in modo decrescente, in funzione del valore del saldo del relativo credito (cfr. scadenziario clienti al 31 dicembre 2020, in allegato n. 8).

<i>Debitori persone fisiche</i>	<i>euro</i>
Mariola Luciana	62.693,35
Sini Massimo	25.254,78
Amendola Clausio	20.792,80
Giuditta Nicola	15.285,42
De Filippo Alberto	13.444,00
Ughetto Giovanni	12.684,08
Enequist Inger Maria	9.565,07
Adolini Franco	7.088,50
Palazzuolo Elia	7.082,00
Zago Liege Regina	5.487,50
Vallerga Dino	5.328,59
Nieddu Antonia	5.186,00
Peparaio Maria	5.047,98
Sacco Giovanbattista	4.800,00
Festante Anna	4.709,00
De Prizio Isidoro	4.401,00
De Girolamo Raffaellina	4.240,00
Nardella Maria	4.218,00
Aloisi Rita	4.174,80
Sgamma Maria Pina	3.872,27
Blasio Rosa Maria Sandra	3.384,17
Corsetti Gina	3.319,40
Ferreri Rosa	2.987,20
Gargiullo Noemi	2.806,00
Carillo Riccardina	2.790,00
Paganelli Enrico	2.703,51
Pierini Teresa	2.582,00
Carlotti Rita Maria	2.319,62
Battistoni Pietro	2.178,74
Vona Adolfo	2.076,00
Marziali Quinto	2.014,00
De Iuliis Maria Luisa	2.013,00
Annibali Nidia	2.000,00
Mazzeo Teresa	1.990,00
Perinetti Olga	1.920,00
Onano Carlo	1.860,10
Brutti Velleda	1.855,10
Angelini Alessandra	1.793,00
Loreti Cesarina	1.581,59
D'Angelo Franco	1.400,00
Padelli Elisabetta	1.253,80
Parigiani Delia	1.235,00
Cifelli Vittoria	1.200,00
Piamonti Gino	1.105,00
Maestri Lucia	1.061,08

Ceccarelli Littoria	1.060,00
Striano Annunziata	980,00
Biasco Maria Sebastiana	972,20
Gallo Maria Rosaria	806,99
Fiorelli Fiorina	735,00
Losco Angelo	675,00
Scarpa Maria Pia	672,00
Petrocchi Roberto	614,86
Crescinbene Alfredo	600,00
Guarnori Franca	550,00
Rennella Patrizia Rita	541,00
Fiori Gavino	528,80
Antonucci Maria	305,00
Loreti Rosa	304,00
Papakristo Francesca	300,00
Limongelli Sabina Rosaria	245,18
Virgili Maria Gelsomina	240,00
Benecchi Maris	210,00
Caravaglia Sergio	200,00
Basili Rita	193,04
Botarelli Angela Maria	187,80
Crocenzi Luciana	172,00
Cardarelli Federico	171,41
Cintioli Guido	155,00
Granella Elda	143,60
Fiori Giovanni	120,42
Sorrentino Michele	100,00
Sfascia Erminia	94,00
Compagnucci Vincenza	93,00
Lilli Mario	90,00
Santamaria Ferraro Marisa	90,00
Carlea Anastasia	80,00
Vittoria Angela	70,50
Mannocchi Anna Maria	64,00
Quarantana Antonio	62,60
Orsini Orsolina	62,00
Lisi Gabriella	60,00
Riva Piero Primo	50,00
Rigamonti Lea	31,00
Smacchia Miranda	31,00
Camponi Gabriella	25,00
Sinanyan Armenak	9,90
Bianco Rosanna	7,60
Fantinel Ivana	3,00
Sgamma Italo	3,00
Beltrami Elisabetta	1,60

Sgamma Rosa	0,80
Faraglia Pietro	0,68
D'Olimpio Carmine	0,50
Magrini Elisa	0,50
Fiorillo Virginia	0,20
Ballarin Ilario	-
D'Alberti Alberto	-
Giampaolo Italia	-
Guidano Celestina	-
Rocchi Silvia	- 34,00
Salveti Maria	- 60,00
Tassi Ornella	-182,00
Lombardi Maurizio	-283,87
Di Andrea Luisa	-300,00
Pes Severina	-320,00
Pedrelli Maria Concetta	-340,00
Ammirati Autilia	-343,20
Baccile Filomena	-345,28
Totale	287.289,28

<i>Debitori enti privati</i>	<i>euro</i>
Coop. Soc. Casa Comune	3.407,04
Totale	3.407,04

<i>Debitori enti locali</i>	<i>euro</i>
ASL Roma 4	217.560,27
Roma Capitale	21.555,35
Comune di Civitavecchia	8.038,15
Comune di Allumiere	7.710,26
Comune di Tolfa	4.958,33
Comune di Cerveteri	3.825,32
Comune di Capranica	2.772,14
Comune di Sacrofano	2.287,13
Comune di Ladispoli	1.070,00
Comune di Tarquinia	24,10
Comune di Bracciano	0,50
Totale	269.801,55

<i>Debitori enti previdenziali</i>	<i>euro</i>
INPGI	2,00
INPS	396,00
Totale	398,00

Totale crediti verso clienti**560.895,87**

Come è possibile osservare, il valore medio delle posizioni di credito vantate verso persone fisiche è contenuto e pari a euro 3.015,60 (escludendo dalla media le posizioni nulle e quelle con segno negativo che rappresentano, pertanto, debiti della Partecipata verso i terzi). Solamente tre posizioni (Mariola Luciana, Sini Massimo e Amendola Claudio) hanno un saldo superiore a 20 mila euro.

Le posizioni verso enti privati includono un unico credito, di euro 3.407,04, verso la cooperativa sociale appaltatrice dei servizi alberghieri.

La media del valore dei crediti verso enti previdenziali è modesta e pari a euro 199.

Relativamente ai crediti verso enti pubblici ed enti locali, si osservano saldi contenuti verso alcuni Comuni della Regione Lazio (in media 3.409,55 euro), mentre sono rilevanti i valori del credito vantato verso Roma Capitale (euro 21.555,35) e verso la ASL Roma 4 (euro 217.560,27).

Come in precedenza evidenziato, con riferimento ai crediti verso clienti di dubbia recuperabilità, sono state accantonate somme per complessivi euro 120.000.

Ci è stato comunicato dal dottor Simonetto che i crediti verso la Regione sono sistematicamente ceduti a Intesa San Paolo S.p.A. e regolarmente riscossi dopo circa 5 giorni dalla cessione.

Si rileva che la somma dei crediti verso clienti (euro 560.895,87) risultante dallo "scadenario attivo" al 31 dicembre 2020 (cfr. allegato n. 8), al netto del fondo svalutazione crediti (euro 120.000) risulta pari a euro 440.895,87, mentre il valore netto dei crediti verso clienti iscritto nel bilancio dell'esercizio 2020 è pari a euro 439.590.

I crediti tributari, di complessivi euro 16.748, sono composti da crediti I.R.A.P. di euro 480, acconti I.R.A.P. di euro 1.664 e altri crediti tributari di euro 14.604, relativi alla quota residua del credito d'imposta previsto per le spese di sanificazione sostenute nell'esercizio 2020 (cfr. allegato n. 5).

I crediti per imposte anticipate, di euro 224.226, riguardano I.RE.S. per euro 194.867 e I.R.A.P. per euro 29.360.

I crediti verso altri, di euro 17.774, sono per euro 13.275 esigibili entro l'esercizio e riguardano anticipi a fornitori di euro 8.009, crediti verso INPS di euro 1.946 e altri crediti di euro 3.320; la quota esigibile oltre l'esercizio, di euro 4.499, è relativa a depositi cauzionali.

3.3.3.3. Le disponibilità liquide

Pari a euro 1.194.531, sono relative per euro 1.197.030 al saldo del conto corrente acceso presso Intesa Sanpaolo S.p.A. e per euro 2.499 al saldo della cassa.

3.3.4. Ratei e risconti attivi

L'aggregato "ratei e risconti", iscritto nell'attivo patrimoniale della Partecipata alla data del 31/12/2020, ammonta a euro 251.137 (cfr. allegato n. 5) e comprende ratei attivi di euro 26 e risconti attivi (rettifiche di costi contabilizzati nell'esercizio ma non di competenza economica) relativi ai canoni periodici e al maxicanone leasing del fabbricato nel quale è svolta l'attività della Residenza per anziani, nonché ai contratti per noleggio stampanti, per gestione della privacy e per la gestione del dominio "quintastella.it", per complessivi euro 251.111.

3.3.5. Fondi per rischi e oneri

L'aggregato "Fondi per rischi e oneri", iscritto nel passivo patrimoniale della Partecipata alla data del 31/12/2020, ammonta a euro 59.200 (cfr. allegato n. 5) e comprende arretrati dovuti al personale dipendente con il quale è in corso un accordo transattivo.

3.3.5. Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato

L'aggregato "Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato", iscritto nel passivo patrimoniale della Partecipata alla data del 31/12/2020, ammonta a euro 158.252 (cfr. allegato n. 5).

Si rileva che la Partecipata, alla data del 31 dicembre 2020, ha 52 dipendenti, di cui 2 impiegati e 50 operai (cfr. allegato n. 5). Ci è stato, inoltre comunicato, dagli Uffici della Società, nel giugno 2021, che tra i dipendenti era possibile, alla data, annoverare: 8 infermieri; 30 operatori socio sanitari; 3 fisiokinesi-terapisti; 3 educatori; 2 ausiliari; 1 psicologa e 1 dirigente infermieristico, oltre a 2 amministrativi (cfr. allegato n. 6).

I 2 amministrativi percepiscono mediamente una RAL di euro 31.250, mentre la RAL media degli operai risulta la seguente:

- 19.200 euro per gli infermieri;
- 16.000 euro per gli operatori socio-sanitari;
- 27.000 euro per i fisiokinesi-terapisti;
- 17.700 euro per gli educatori;
- 14.000 euro per gli ausiliari;
- 29.000 euro per la psicologa;
- 45.000 euro per il dirigente infermieristico.

Il TFR è versato al fondo pensione per i dipendenti che hanno optato per la previdenza complementare e al Fondo di Tesoreria dell'INPS negli altri casi.

3.3.5. Debiti

L'aggregato "debiti", iscritto nel passivo patrimoniale della Partecipata alla data del 31/12/2020, ammonta a euro 854.793 e comprende (cfr. allegato n. 5):

- debiti verso soci di euro 30.000;
- acconti di euro 86.908;
- debiti verso fornitori di euro 297.072;
- debiti tributari di euro 83.413;
- debiti verso istituti di previdenza e sicurezza sociale di euro 57.686;
- altri debiti di euro 299.714.

I debiti verso soci, di euro 30.000, sono interamente esigibili entro l'esercizio, poiché presentano, quale data di scadenza, il 31 dicembre 2021.

Gli acconti, di euro 86.908, sono relativi a caparre per euro 78.770 e ad altri acconti per euro 8.138.

I debiti verso i fornitori della Partecipata, come già evidenziato, presentano un valore di bilancio, alla data del 31 dicembre 2020, di euro 297.072 (cfr. allegato n. 5).

Si rileva che i debiti risultanti dallo "scadenario passivo" alla medesima data (31 dicembre 2020) sono pari a euro 271.091,69 (cfr. allegato n. 9). Ci è stato comunicato dagli Uffici della Società (cfr. allegato n. 6) che il programma contabile in uso presenta degli errori, auspicabilmente in corso di risoluzione, circa la contabilizzazione del portafoglio fornitori.

La tabella che segue sintetizza l'elenco dei fornitori creditori, indicati in ordine decrescente rispetto ai relativi saldi.

<i>Fornitori</i>	<i>Euro</i>
Renco Health Care srl	44.241,86
Coop Soc Casa Comune	34.567,00
Coop Soc Artware Services	33.759,27
Intesa Sanpaolo spa	33.248,06
Alsco Italia srl	8.444,92
Lab. Analisi Cliniche Mediche	8.351,59
Centrod. Buonarroto srl	7.893,00
Della Monica & Partners srl	6.153,68
Habitus srl	5.665,00
Daedala spa	5.500,00
Lombarda H srl	4.968,44
ENI Gas e Luce spa	4.948,77
Sapio Life srl	4.745,34

IGMA Società Cooperativa a rl	4.633,50
EDCA Consulting srl	4.302,26
Gruppo Ecosafety srl	4.134,44
Essity Italy spa	4.126,64
ACEA ATO2 S.p.A.	4.071,91
Nuova Ferut Sol. Log. srl	2.547,25
IT Value srl	2.440,00
Mare System Group srl	2.203,32
Valgarda srl	1.833,66
Bonchi Ilaria	1.679,60
Garofalo Laura	1.600,00
Mattucci srl	1.525,00
Micky's Care Sooc Coop a rl	1.500,00
Sini-Medik Niederreiter gmbh	1.477,60
Red Fire srls	1.394,46
Automata 2 srl	1.263,95
Lastim snc	1.260,17
Battaglia Valentina	1.200,00
SOL spa	1.144,00
Culligan Italiana spa	1.054,31
Ortopharma Vignati srl	1.020,00
Mocci Bonaventur	1.000,00
Civeco di Bernardini Daniela	998,25
Studio Ass. Guiducci Civero	890,65
BCD Travel Italy spa	825,59
SASA srl	822,00
Taffi Giulio	806,00
Tamoil Italia spa	780,73
Stylgrafix Italiana spa	736,19
Nuova Folati srl	697,99
Tamburini Alessandro	625,15
A-Z Ecologia srls	585,60
D'Arpino Armando	585,00
Xerox Italia Rental Serv. srl	562,44
Comune di Tolfa	517,34
Electronics Italia srl	500,20
Proietti Roberto srl	500,00
Spanò Vincenzo	496,93
Campidonico Stefano	450,79
Romitelli Patrizio	450,18
Pesaro Stampa Creative	439,20
SEAL srl	439,20
Zarello Parasanital sas	437,37
CNIM srl	429,00
Albo Land srl	420,96
Meta Alcalina	415,24

GS Elettrica srl	408,90
Anticimex srl	404,87
ZX Group srl	400,86
Maxmedical Group srl	390,40
Defensor srl	356,22
Techno Consulting srl	317,20
Sport Network srl	311,34
AG Soluzioni srls	302,56
New Clima Service sas	300,00
TIM spa	299,06
Golmar Italia Roma srl	294,63
A-Z Ecologica srl	292,80
Mercuri Mario	288,00
Corini Lara	260,50
Bentivoglio Enzo	255,40
J Medical Books Edizioni srl	244,00
Tarquini Mobili srl	238,00
ABQ Full Service snc	237,90
Schindler spa	234,00
Bartoli Vernici snc	213,23
Iris Mobili srl	201,00
Palombi Luca	200,00
Marco Viti Farmaceutici spa	190,32
Nexus & MMD srls	160,00
Albani V. e Ruggeri I.	153,45
Pochini Mario	152,00
Omnia Plant sas	134,40
Abaco informatica srl	134,20
Centro Incasso sas	131,80
Vodafone Italia spa	129,87
Poste Welfare Servizi srl	122,00
Assiteca spa	108,58
Mare Ecologic Service srl	102,00
ITOP spa Officine Ortopediche	100,24
Vivai Piante ditta Scarpati A.	97,45
AIR Frigo srl	96,80
CVM Il rubinetto srl	96,00
My Brico srl	93,78
Croce Rossa Italiana	90,00
Autostrade per l'Italia spa	89,21
ENEL Energia spa	82,84
Cappuccio Fabrizio	80,79
Altravia Servizi srl	77,10
GIMA srl	75,57
Vittori Antenore	71,61
Wind Telecomunicazioni spa	69,90

Wind Tre spa	69,90
Bonazzelli & Cappellini snc	62,50
Isoltermica sas	56,20
Prontomed srl	54,00
Ceramiche nel Mondo spa	44,48
Serpe srl	40,00
Fantozzi srl	36,23
Sonepar Italia spa unip.	31,78
Piermarocchi snc	12,60
ADR Mobility	12,00
Intac srl	10,00
Entraincittà srl	9,90
Palmieri Fernando	2,00
Tombesi Fabio	2,00
Lenti Ambra	0,60
Bartolucci Francesco	0,01
Gierredue Arredamenti srl	0,01
Mediocredito Italiano spa	0,01
Medisposrt srl	0,01
Tufano Italia srl	0,01
Ventura spa	- 0,85
Sonepar Italia Centro spa	-26,14
Maiorana Maggiorino spa	-34,84
Maggioli spa	-42,50
Panunzia Aldo	- 2.650,00
<i>Totale fornitori</i>	<i>271.091,69</i>

Si osserva la presenza di n. 4 posizioni rilevanti, di importo compreso tra circa 45.000 e 34.000 euro (Renco Health Care s.r.l.; Cooperativa Sociale Casa Comune; Cooperativa Sociale Artware Services; Intesa Sanpaolo S.p.A.) e una molteplicità di posizioni di importo non significativo, comprese tra circa 8.500 euro e 2,00 euro (trascurando quelle di valore irrisorio e quelle di valore negativo che, in sostanza, rappresentano crediti della Partecipata).

I debiti tributari, di euro 83.413, sono costituiti per euro 55.567 da Debiti I.R.E.S., per euro 7.011 da debiti I.V.A., per euro 15.955 da ritenute operate sulle retribuzioni dei dipendenti e per euro 4.880 da ritenute operate sui compensi dei professionisti e collaboratori (cfr. allegato n. 5).

I debiti verso istituti di previdenza e sicurezza sociale, di euro 57.686, comprendono debiti verso I.N.P.S. di euro 54.579 e “altri debiti verso Istituti di previdenza e sicurezza sociale” di euro 3.107 (cfr. allegato n. 5).

Prof. Simona Arduini

24

Gli altri debiti, di euro 299.714, sono esigibili entro l'esercizio per euro 295.768 e oltre l'esercizio per euro 3.946. I debiti esigibili entro l'esercizio sono rappresentati da: debiti verso dipendenti per euro 173.622, debiti verso soci per euro 12.000, debiti verso il Comune di Tolfa per oneri di urbanizzazione rateizzati di euro 108.300 e altri debiti per euro 1.846. I debiti esigibili oltre l'esercizio sono, invece, accesi verso dipendenti o soggetti ad essi assimilati per euro 3.946 (cfr. allegato n. 5).

Nessun debito è assistito da garanzia reale.



4. Le metodologie di stima del capitale economico delle aziende

4.1. Il concetto di capitale economico

Il capitale d'impresa è, come noto, una quantità astratta, variamente configurabile nel suo valore, in funzione delle finalità della stima e delle ipotesi e congetture assunte a fondamento del processo estimativo.

In relazione alle finalità del processo di valutazione, si distinguono, tra le altre, le seguenti configurazioni di capitale:

- il capitale di funzionamento, volto a misurare il patrimonio dell'azienda sulla base dei criteri di redazione del bilancio d'esercizio;
- il capitale di liquidazione, stimato 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, quantificato con gli stessi criteri del capitale di funzionamento, nel caso di cessazione relativa dell'azienda, vale a dire quando l'azienda modifica la propria veste giuridica;
- il capitale di trasferimento, vale a dire quella configurazione del capitale d'impresa stimata ai fini del «trasferimento» del complesso aziendale.

La nozione di capitale di trasferimento, a sua volta, può essere variamente articolata, in relazione alla posizione assunta dal soggetto valutatore di fronte al processo estimativo. In particolare, si possono distinguere tre ottiche valutative: quella del soggetto acquirente, quella del soggetto venditore e quella del perito indipendente.

Nel primo caso l'oggetto della valutazione è la stima del «valore strategico» dell'impresa nell'ottica dell'acquirente; nella seconda ipotesi il fine della stima è la determinazione del «valore strategico» nell'ottica del venditore; nella terza situazione, infine, la finalità della stima è l'individuazione del «valore economico» del capitale, vale a dire del capitale stimato nell'ottica del perito indipendente.

È, pertanto, solo in relazione alla posizione valutativa del perito indipendente che la configurazione di capitale di trasferimento può definirsi «capitale economico»: espressione che identifica – si ribadisce – quella particolare configurazione del capitale d'impresa che si intende determinare quando si valuti il sistema aziendale nel suo complesso ai fini del trasferimento (requisito oggettivo) e nell'ottica del perito indipendente (requisito soggettivo).

La configurazione di capitale che, come meglio di dirà di seguito, rileva ai fini della presente Perizia è il capitale economico.

4.2. I metodi di valutazione del capitale economico

4.2.1. Premessa

Il valore economico di un'azienda è - come si è detto - una quantità astratta, non fondata su dati obiettivi automaticamente determinabili: la sua valutazione impone il ricorso a stime, ipotesi, congetture che potranno variare da perito a perito, dando luogo a valutazioni differenti, anche in riferimento alla medesima impresa. Naturalmente, questi elementi di soggettività debbono essere analizzati alla luce di fondati requisiti.

Di norma, si conviene sull'affermazione che almeno tre sono i requisiti che un'attendibile metodologia di valutazione del capitale economico d'impresa deve tentare di soddisfare; essi sono:

- RAZIONALITÀ. Il metodo deve essere valido concettualmente e dotato di consistenza teorica;
- OBIETTIVITÀ. Il metodo deve essere concretamente applicabile, vale a dire fondato su dati certi o almeno credibili e/o controllabili;
- GENERALITÀ. Il metodo deve prescindere dalle caratteristiche e dagli interessi delle parti coinvolte nella negoziazione;
- STABILITÀ. La tecnica di stima deve rifuggire dall'uso di dati che siano espressione di fenomeni contingenti.

I metodi di valutazione delle aziende che, in linea generale, sono in grado di soddisfare in misura ragionevolmente adeguata i suddetti principi sono: i metodi diretti (in senso stretto e fondati sui multipli di Borsa); i metodi indiretti basati su grandezze flusso (metodi reddituali semplificati, metodi finanziari semplificati e metodi fondati sui flussi di dividendi distribuibili); i metodi indiretti basati su grandezze *stock* (i.e. metodi patrimoniali, semplici e complessi); i metodi misti (fondati su grandezze flusso-*stock*).

Nel prosieguo, si esamineranno le principali metodologie di valutazione del capitale economico d'impresa.

4.2.2. Le metodologie dirette di stima

I metodi diretti fondano la stima del valore economico d'impresa su grandezze desunte dal mercato. In particolare, si distinguono:

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

I "metodi diretti in senso stretto" determinano il capitale economico sul fondamento dei prezzi espressi dal mercato per la stessa azienda, se essa è quotata, ovvero - qualora non sia quotata nelle Borse valori - sulla base dei "prezzi fatti" in operazioni straordinarie che abbiano coinvolto aziende ad essa assimilabili, per caratteristiche qualitative e quantitative (settore, fatturato, ecc.). Essi si articolano, pertanto, in due categorie, a seconda che il

complesso aziendale da valutare sia o meno quotato presso una Borsa valori. Nel primo caso il capitale economico è calcolato semplicemente utilizzando il seguente algoritmo:

$$W = \sum_{i=1}^n P_i \times m_i$$

dove:

W è il valore del capitale economico;

P_i è il prezzo di mercato di un'azione della tipologia " i " (ordinaria, privilegiata, ecc.);

m_i è il numero di azioni della tipologia " i ".

Nel caso, invece, in cui l'azienda non sia quotata, il valore economico del suo capitale è determinato come media aritmetica, semplice o ponderata, dei valori economici assunti da un selezionato numero di imprese assimilabili, per caratteristiche qualitative e quantitative, al complesso imprenditoriale oggetto di valutazione.

I metodi diretti fondati sui moltiplicatori empirici eguagliano il valore del capitale economico al prodotto tra un moltiplicatore di mercato e una grandezza contabile, espressiva del valore economico del capitale d'impresa.

Sono correntemente distinti in:

- (a) criteri basati sull'*equity approach to valuation*;
- (b) metodi fondati sull'*entity approach to valuation*.

Le metodologie di cui alla lettera (a) si caratterizzano in quanto conducono alla stima del valore economico del capitale in via diretta, come prodotto tra un "moltiplicatore" (c.d. "moltiplicatore semplice"), desunto da un campione di imprese simili a quella valutanda, e una grandezza di tipo contabile (il reddito d'esercizio, il fatturato, il *cash flow*, ecc.), rappresentativa del valore economico della stessa impresa oggetto di stima.

I criteri di cui alla lettera (b) sono qualificati dal fatto che la stima del capitale economico avviene in via mediata, come differenza tra il *firm value* (valore economico delle attività) e il valore di mercato dei debiti finanziari. Il *firm value* è comunque determinato come prodotto tra un moltiplicatore (c.d. "moltiplicatore complesso"), desunto da un campione di aziende simili a quella oggetto di stima, e una grandezza contabile (l'EBIT, l'EBITD, l'EBITDA, ecc.) in grado di esprimere il valore economico della stessa impresa valutanda.

4.2.3. I metodi indiretti

I metodi indiretti fondano la valutazione del capitale d'impresa su grandezze puramente "contabili"; si distinguono in tre classi:

- metodi basati su grandezze flusso;
- metodi basati su grandezze *stock*;
- metodi basati su grandezze flusso-*stock*.

4.2.3.1. I metodi fondati su grandezze flusso

I metodi indiretti basati su grandezze flusso si distinguono in due classi di metodologie valutative:

- i criteri fondamentali teorici;
- i metodi semplificati.

Di seguito sono brevemente esposte le principali caratteristiche delle tipologie valutative sopra elencate.

I metodi fondamentali teorici si distinguono, a loro volta, in:

- formula fondamentale finanziaria teorica;
- formula fondamentale reddituale teorica;
- formula fondamentale basata sui flussi di dividendo distribuibili.

La formula fondamentale finanziaria teorica stima il capitale economico dell'azienda come somma algebrica del valore attuale dei flussi monetari totali, attivi e passivi, attesi dall'azienda stessa.

L'algoritmo di valutazione è il seguente:

$$W = F_1 v^1 + F_2 v^2 + \dots + F_{n-1} v^{n-1} + F_n v^n$$

dove:

W è il valore del capitale economico dell'impresa;

$F_1, F_2, \dots, F_{n-1}, F_n$ sono i flussi monetari puntuali complessivi disponibili, calcolati per differenza tra le entrate monetarie (relative a riscossione di ricavi e di crediti di funzionamento, riscossione di crediti di finanziamento e accensione di debiti finanziari, nonché la) e le uscite monetarie (dovute all'acquisizione dei fattori della produzione, al rimborso di debiti di funzionamento, al rimborso di debiti di finanziamento, alla concessione di prestiti di finanziamento);

$v^1, v^2, \dots, v^{n-1}, v^n$ sono i coefficienti di attualizzazione dei flussi finanziari.

La formula fondamentale reddituale teorica eguaglia il valore del capitale economico dell'impresa al valore attuale dei redditi che essa è in grado di generare; in formula:

$$W = R_1 v^1 + R_2 v^2 + \dots + R_{n-1} v^{n-1} + R_n v^n + P_n v^n$$

dove:

W è il valore del capitale economico dell'impresa;

$R_1, R_2, \dots, R_{n-1}, R_n$ sono i flussi di reddito attesi dall'impresa;

P_n è il valore di realizzo dell'azienda all'epoca n , diminuito del valore delle riserve formate con utili non distribuiti;

$v^1, v^2, \dots, v^{n-1}, v^n$ sono i coefficienti di attualizzazione dei flussi reddituali.

La formula fondamentale basata sui flussi di dividendo distribuibili ipotizza che il valore economico dell'impresa sia pari al valore attuale di tutti i futuri incassi conseguiti da chi investe capitale di rischio nell'azienda; in formula:

$$W = D_1 v^1 + D_2 v^2 + \dots + D_{n-1} v^{n-1} + D_n v^n + P'_n v^n$$

dove:

W è il valore del capitale economico dell'impresa;

$D_1, D_2, \dots, D_{n-1}, D_n$ sono i flussi di dividendo che l'impresa sarà in grado di distribuire;

P'_n è il valore di realizzo dell'azienda all'epoca n ;

$v^1, v^2, \dots, v^{n-1}, v^n$ sono i coefficienti di attualizzazione dei dividendi.

Le formule fondamentali teoriche rispondono pienamente ai requisiti di "validità concettuale" e di "equità", ma non soddisfano il requisito della "obiettività" e, per tale ragione, non sono nella pratica utilizzate per la stima del valore economico del capitale d'impresa. In particolare, le formule appena descritte utilizzano parametri difficilmente prevedibili (ad esempio, la misura dei flussi finanziari, i redditi, i dividendi o l'arco temporale da prendere in considerazione). Per tale motivo, le formule considerate lasciano spazio a una eccessiva arbitrarietà, in quanto richiedono il ricorso a ipotesi e congetture che possono variare da perito a perito, rendendo estremamente difficile anche il controllo dei parametri utilizzati.

Le rilevanti difficoltà di applicazione delle formule teoriche "fondamentali" impongono, pertanto, il ricorso a formule sostitutive semplificate che, pur non possedendo la stessa validità concettuale, possano essere proficuamente applicabili.

Le semplificazioni previste da tali metodi riguardano essenzialmente:

- le modalità di espressione dei parametri (si fa riferimento, ad esempio, all'utilizzo di grandezze flusso medio-normali in sostituzione dei parametri puntuali, di difficile determinazione);
- l'orizzonte temporale di riferimento della stima (esso, ad esempio, è ridotto per consentire ragionevoli previsioni dei parametri).

Si espongono di seguito i principali criteri di valutazione denominati "semplificati" che, nella pratica, sostituiscono le formule cosiddette "fondamentali".

Le metodologie semplificate basate su grandezze flusso si distinguono comunemente in metodi reddituali, metodi finanziari e metodi basati sui flussi dei dividendi prospettici. Nel prosieguo, si procederà con l'esame delle prime due classi di metodologie valutative, le più utilizzate nella pratica; la terza metodologia è, invece, trascurata poiché meno comunemente impiegata nelle concrete stime del capitale economico (tranne nei casi di imprese con una chiara ed evidente politica dei dividendi), per via delle rilevanti difficoltà insite nella previsione dell'entità dei dividendi attesi.

4.2.3.2. I metodi reddituali semplificati

Presupposto fondamentale sottostante alla adozione di una metodologia reddituale è che il valore dell'azienda dipenda unicamente dai flussi di reddito che essa, in base alle attese, sarà in grado di produrre.

I metodi di valutazione in parola si distinguono in:

- metodo reddituale complesso;
- metodo reddituale puro e semplice.

Nel primo caso, il valore dell'azienda deriva dalla seguente formula:

$$W = R_1 (1+i)^{-1} + R_2 (1+i)^{-2} + \dots + R_m (1+i)^{-m} + VF_m (1+i)^{-m}$$

dove:

- W è il valore del capitale economico dell'azienda;
- $R_1, \dots, R_m$ sono i flussi di reddito attesi negli anni dell'orizzonte temporale di riferimento;
- VF è il valore di realizzo o valore finale dell'azienda al tempo m ;
- i è il tasso di attualizzazione.

Nel secondo caso, il capitale economico è pari al valore attuale dei redditi medi attesi «normalizzati», in ipotesi di perpetuità dei flussi:

$$W = R/i$$

dove:

- R è il reddito medio normale atteso (o normale *standard*);
- i è il tasso di attualizzazione.

Le formule sopra esposte consentono di stimare il valore economico del capitale d'impresa in via diretta, vale a dire mediante l'attualizzazione di redditi netti (puntuali o medi) attesi; il relativo approccio valutativo è, pertanto, denominato “*equity approach to valuation*”.

È peraltro possibile applicare delle formule che consentono la stima del valore economico del capitale in via mediata, vale a dire per differenza tra il valore corrente dell'attivo patrimoniale (*firm value*) e il valore corrente dei debiti finanziari; il relativo approccio valutativo è denominato “*entity approach to valuation*”.

Nel primo caso (*equity approach to valuation*), il capitale economico è pari al valore attuale dei redditi attesi “normalizzati”, ovvero in ipotesi di perpetuità dei flussi:

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

dove:

- RN è il reddito netto medio normale atteso (o normale *standard*);
- i_c è il tasso di congrua remunerazione del capitale proprio.

Nel caso di valutazione dell'azienda in forma “mediata” (*entity approach to valuation*), il valore economico del capitale, come detto, è pari alla differenza tra il valore economico dell'attivo operativo e il valore economico dei debiti finanziari ($W = A - D$); il valore economico dell'attivo operativo, peraltro, è stimato come valore attuale dei redditi operativi normalizzati al netto delle imposte. Nell'ipotesi di perpetuità dei flussi, si ha:

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

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, 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, del capitale di rischio e di credito, rispetto al totale dell'attivo;

t costituisce l'aliquota d'imposta.

Circa la formula del tasso WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), si dirà nel prosieguo.

Le principali difficoltà che sorgono in relazione all'applicazione della formula valutativa reddituale (sia che si faccia riferimento al metodo dei flussi netti che a quello di flussi operativi) sono rappresentate da:

- a) la determinazione del reddito medio prospettico;
- b) la durata del periodo di previsione;
- c) la stima del tasso di attualizzazione;
- d) la stima del valore finale.

Relativamente al reddito medio prospettico "R", si osserva che esso deve essere calcolato in ipotesi di normali condizioni di gestione. Per la sua determinazione e previsione sono utilizzabili vari metodi, tra cui sembra opportuno ricordare i seguenti:

- l'analisi dei risultati storici. Si stimano i redditi attesi come media aritmetica (semplice o ponderata) dei risultati del recente passato (generalmente gli ultimi 3-5 anni), ovvero mediante la proiezione nel futuro (proiezione attuata, normalmente, con una funzione statistica) del *trend* dei risultati storici;
- il metodo dei risultati programmati. I redditi attesi sono stimati sulla base dei risultati economici previsti nel *budget* e nei piani pluriennali redatti dall'impresa, adeguatamente revisionati ed eventualmente rettificati dal perito;
- il metodo dell'innovazione. Il reddito medio prospettico è previsto sulla base dei risultati economici che l'azienda potrebbe "virtualmente" conseguire in condizioni di normale funzionamento.

Con riferimento alla durata del periodo di previsione, si rileva che tale parametro ha natura necessariamente convenzionale. In genere, l'orizzonte temporale o viene considerato infinito o viene determinato in funzione di specifiche condizioni oggettive dell'azienda oggetto di stima.

Riguardo alla stima del tasso di attualizzazione, si precisa che è indispensabile tenere conto del principio di coerenza tra tassi e flussi, secondo il quale il flusso reddituale "netto" deve essere attualizzato al tasso di congrua remunerazione, mentre il flusso reddituale "operativo" deve essere scontato al costo medio ponderato del capitale. Le problematiche connesse alla determinazione del tasso di attualizzazione saranno affrontate dopo aver trattato dei metodi finanziari semplificati.

Relativamente alla stima del valore finale, in caso di applicazione del metodo reddituale complesso, si rileva che una corretta metodologia di valutazione del capitale economico, al

di fuori del caso di aziende con durata prestabilita limitata, dovrebbe determinare tale valore ipotizzando la continuità della gestione anche dopo il termine del periodo di riferimento. Diversi sono i metodi che la prassi individua per stimare il valore economico terminale. In alcuni casi, è ipotizzata la costanza della sostanza patrimoniale, con la conseguenza che il valore residuo uguaglia il patrimonio netto alla data della stima. Più correttamente, nella maggioranza delle ipotesi, il valore finale dell'azienda è stimato capitalizzando per "n" che tende all'infinito il flusso reddituale generato dall'azienda al termine del periodo considerato.

4.2.3.3. I metodi finanziari semplificati

I metodi finanziari semplificati determinano il valore del capitale economico in funzione dei flussi monetari prospettici dell'azienda.

Anche nel caso dei metodi finanziari è possibile individuare:

- il metodo finanziario complesso, nel quale il valore economico del capitale è pari alla somma attualizzata dei flussi finanziari attesi annualmente dall'impresa e del valore finale di realizzo della stessa;
- il metodo finanziario puro, che equa il valore economico al rapporto tra un flusso finanziario medio atteso e il tasso di attualizzazione.

Come per i metodi reddituali, esistono, inoltre, una modalità diretta e una mediata per la stima del capitale economico, sulla base del legame esistente tra flussi monetari/finanziari e valori economici delle attività e del capitale proprio. In particolare, mediante l'approccio di tipo "*equity*", il valore economico del capitale è stimato in via diretta, come attualizzazione di flussi finanziari complessivi disponibili (flussi c.d. "*levered*"), mentre con l'approccio "*entity*" esso è individuato per differenza tra il valore economico dell'attivo patrimoniale (*firm value*) e valore corrente dei debiti finanziari; il *firm value* è ottenuto attualizzando flussi monetari della gestione operativa (flussi "*unlevered*").

La concreta applicazione del metodo finanziario richiede che vengano determinati:

1. il flusso di cassa atteso relativo al periodo di valutazione considerato;
2. la durata del periodo di previsione;
3. il valore del tasso di sconto.

Per la determinazione dei parametri di cui ai punti due e tre, si può fare riferimento a quanto detto a proposito dei metodi reddituali (nonché a quanto verrà esposto nel paragrafo successivo in merito alla determinazione del tasso di attualizzazione).

Per quanto riguarda le modalità di computo dei flussi è possibile procedere utilizzando due tecniche. La prima impiega il seguente schema di riferimento:

Ricavi della gestione operativa corrente
- Costi della gestione operativa corrente
- Crediti della gestione operativa corrente (esclusi crediti verso l'erario)

- + Debiti della gestione operativa corrente

Flusso della gestione operativa corrente al lordo delle imposte (A)

- + Ricavi per disinvestimenti di capitale fisso strumentale
- Costi per investimenti di capitale fisso strumentale
- Crediti relativi ai disinvestimenti
- + Debiti relativi agli investimenti

Flusso della gestione operativa fissa al lordo delle imposte (B)

(A)+(B) Flusso della gestione operativa al lordo delle imposte (C)

- Imposte operative pagate

Flusso unlevered (D)

- + Accensione di debiti finanziari
- Rimborso di debiti finanziari
- Concessioni di crediti finanziari
- + Rimborso di crediti finanziari
- Oneri finanziari pagati
- + Proventi finanziari riscossi
- ± Imposte sulla «gestione finanziaria»

Flusso della gestione finanziaria al netto delle imposte (E)

(D)+(E) Flusso levered

La seconda tecnica di determinazione dei flussi finanziari si sofferma, per il calcolo dei flussi netti relativi ai singoli periodi amministrativi, sull'esame di due situazioni patrimoniali consecutive; conseguentemente, si ha:

$\text{Flusso levered} = \Delta \text{Cassa} + \text{Rimborsi di capitale sociale} - \text{Versamenti per aumenti di capitale sociale} - \text{Incremento Riserva Sovraprezzo Azioni} + \text{Dividendi}$.

$\text{Flusso unlevered} = \text{Flusso levered} - \text{Accensione di debiti finanziari} + \text{Rimborso di debiti finanziari} + \text{Concessione di crediti finanziari} - \text{Rimborso di crediti finanziari} + \text{Oneri finanziari pagati} - \text{Proventi finanziari riscossi}$.

4.2.3.4. La stima del tasso di congrua remunerazione

Il tasso di congrua remunerazione può essere espresso dal seguente algoritmo:

$$i_c = i_1 + i_2$$

dove:

i_c è il tasso di congrua remunerazione;

i_1 è il *risk free rate* o *price of time*;

i_2 rappresenta il premio per il rischio.

Per quanto attiene alla stima del tasso di remunerazione per il “puro investimento di capitale” (i_1), un termine di riferimento può essere offerto dal rendimento dei Titoli di Stato degli ultimi 3/5 anni antecedenti all’epoca della valutazione – in fasi congiunturali di variazioni ordinarie – ovvero dal loro rendimento atteso, qualora si sia in possesso di attendibili previsioni¹.

Per quanto riguarda la stima della remunerazione per il rischio economico di impresa (i_2), la tecnica che trova maggiore diffusione nella dottrina e nella prassi valutativa nazionale è quella derivata dal *Capital Asset Pricing Model* (C.A.P.M.).

Essa determina i_2 moltiplicando il premio per il rischio di mercato ($R_m - i_1$) per il coefficiente Beta; in formula:

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

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 per l’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*.

Nella scelta del coefficiente beta, occorre tenere conto sia del rischio operativo che del rischio finanziario dell’impresa valutanda, sulla base della considerazione che imprese appartenenti allo stesso settore presentano il medesimo rischio operativo, ma un differente rischio finanziario.

Nel caso di utilizzo di un flusso reddituale o monetario lordo (relativo, cioè, alla gestione operativa) il tasso di sconto cui attualizzare il flusso in parola sarà, per il rispetto del principio di coerenza, una media ponderata dei costi delle singole fonti di finanziamento o WACC (*Weighted Average Cost of Capital*):

$$WACC = i_c \frac{W}{W + D} + i_d \frac{D}{W + D}$$

in cui:

¹ Per il principio della coerenza tra tassi e flussi, il tipo di tasso prescelto (storico o atteso, nominale o reale, a breve, medio o a lungo termine, ecc.) deve comunque essere compatibile con il tipo di flussi che esso stesso attualizza.

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.

4.2.3.5. I metodi basati su grandezze stock

I metodi in parola sono definiti patrimoniali e si fondano sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale dell'azienda.

I procedimenti di valutazione di tipo patrimoniale sogliono essere distinti in:

- metodo patrimoniale semplice o puro;
- metodi patrimoniali complessi.

Il metodo patrimoniale semplice, che trova il suo punto di partenza nel capitale netto di bilancio, considera il valore dell'azienda valutanda pari al valore del capitale netto rettificato.

Il processo di stima del valore del capitale rettificato si sviluppa nelle seguenti fasi:

- a) individuazione degli elementi attivi e passivi facenti parte dell'azienda e loro eventuale revisione;
- b) riespressione degli elementi attivi e passivi non monetari secondo il loro valore corrente (stimato o desunto dal mercato);
- c) individuazione delle rettifiche (pari alla differenza tra valore corrente e valore contabile dei singoli elementi patrimoniali) da apportare al patrimonio netto contabile;
- d) determinazione del patrimonio netto rettificato.

La formula che sintetizza il procedimento sopra descritto è:

$$K' = A' - P' = PNC \pm \text{rettifiche}$$

dove:

K' è il patrimonio netto rettificato;

A' rappresenta l'attivo riespresso a valori correnti;

P' costituisce il passivo riespresso a valori correnti;

PNC è il patrimonio netto contabile;

rettifiche rappresenta l'ammontare complessivo delle rettifiche da apportare ai singoli elementi patrimoniali, al fine di ottenere il loro valore corrente.

Ovviamente, affinché tale procedimento di valutazione sia effettivamente in grado di determinare, con un buon livello di approssimazione, la variabile "W", è necessaria la presenza di una adeguata base contabile di partenza.

I metodi patrimoniali complessi si caratterizzano in quanto eguagliano il valore economico di una impresa alla somma del patrimonio netto rettificato e dei beni immateriali non contabilizzati; in formula:

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

dove:

W = valore del capitale economico dell'azienda;

K' = valore del patrimonio netto rettificato;

$Val. Imm.$ = valore dei beni immateriali non contabilizzati.

I metodi patrimoniali complessi sono solitamente distinti in:

- a) metodi patrimoniali complessi di I grado, che sommano al valore del patrimonio netto rettificato « K' » il valore dei beni immateriali non contabilizzati aventi valore di mercato;
- b) metodi patrimoniali complessi di II grado che sommano al valore di « K' » sia il valore dei beni immateriali di cui *sub a*), sia il valore dei beni immateriali non contabilizzati e non aventi valore di mercato (portafoglio lavori, valore dell'organizzazione umana, ecc.).

L'impresa, per operare sul mercato, infatti, dispone di risorse "tangibili" – che costituiscono il patrimonio fisico dell'azienda – e risorse "intangibili", che consentono all'azienda di acquisire un vantaggio competitivo duraturo e stabile sul mercato.

Il valore dei beni immateriali spiega l'avviamento aziendale: se tutti i beni immateriali fossero correttamente individuati e correttamente stimati la somma del valore dei singoli beni sarebbe pari all'avviamento.

Si precisa che la formula che esprime i metodi patrimoniali semplici suppone implicitamente che l'azienda sia in grado di remunerare congruamente il patrimonio netto rettificato; parimenti, l'algoritmo del metodo patrimoniale complesso implica che l'azienda sia in grado di remunerare il capitale di riferimento, comprensivo dei beni immateriali.

Nel caso in cui tale situazione non si verifichi, la stima con il metodo patrimoniale semplice o complesso differisce da quella risultante dall'applicazione del metodo reddituale, contraddicendo il principio dell'equivalenza delle formule valutative. Occorre, pertanto, rettificare il valore risultante dalla formula patrimoniale, semplice o complessa, con 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.

La stima del valore economico del capitale con il metodo patrimoniale semplice e con il metodo patrimoniale complesso con correzione reddituale può essere rispettivamente rappresentata dalle seguenti formule:

$$W = K' + (R - iK')a_{n-i}$$

$$W = K' + BINC + [R - i(K' + BINC)]a_{n-i}$$

dove:

W è il valore economico del capitale;

K' è il patrimonio netto rettificato;

R è il reddito medio costante atteso;

iK' è il reddito congruo;

BINC è il valore dei beni immateriali non contabilizzati;

i è il tasso di attualizzazione.

Si precisa che, in talune fattispecie, come la stima di *holding* pure o di società immobiliari la valutazione con il metodo patrimoniale non prevede in alcun caso l'applicazione della correzione reddituale.

In conclusione di argomento, sembra opportuno porre in evidenza che i metodi patrimoniali risultano proficuamente impiegabili per la stima del capitale economico di impresa nelle seguenti circostanze:

- a) quando gli organi aziendali, sulla base della documentazione a loro disposizione, non sono in grado di predisporre affidabili informazioni sulla redditività prospettica dell'azienda;
- b) quando i dati storici sulla redditività presentino un andamento altalenante e una probabilità di errore tali da non consentire alcuna attendibile estrapolazione delle evidenze storiche;
- c) quando l'azienda oggetto di valutazione versi in condizioni di disequilibrio economico, ma sia possibile comunque esprimere un positivo giudizio di risanamento.

4.2.3.6. I metodi flusso-stock

I metodi misti di valutazione del capitale economico costituiscono una mediazione tra i metodi patrimoniali e i metodi reddituali. La caratteristica di questi procedimenti è quella di determinare il valore dell'azienda considerando sia gli aspetti reddituali, sia il valore del patrimonio netto rettificato.

Tra le metodologie miste di valutazione, è opportuno ricordare, in questa sede, il “metodo tedesco” e il “metodo anglosassone”, che sono metodi misti “*equity approach to valuation*” e il metodo fondato sugli E.V.A. attualizzati, che è una tecnica di stima del tipo “*entity approach to valuation*”.

Secondo il primo criterio, il valore della azienda è calcolato assegnando uguale peso sia alla componente reddituale che a quella patrimoniale; in formula:

$$W = \frac{1}{2} \left(K' + \frac{R}{i} \right)$$

in cui i simboli assumono il significato noto.

Il secondo criterio cui si è fatto riferimento, invece, stima il valore economico di un'azienda sommando al patrimonio netto rettificato il valore dell'avviamento/disavviamento, calcolato come somma attualizzata dei sovraredditi o sottoredditi futuri; in formula:

$$W = K' + (R - iK')a_{n-i}$$

in cui i simboli assumono il significato noto.

Come è possibile notare, la versione sopra esposta del metodo misto anglosassone coincide con la formula patrimoniale semplice con correzione reddituale.

Per quanto concerne la stima dei parametri sopra indicati, si fa presente che il patrimonio netto rettificato dovrà essere calcolato in conformità a quanto indicato in sede di commento ai metodi patrimoniali, mentre il reddito medio normale atteso e il tasso di attualizzazione andranno stimati sul fondamento dei principi illustrati in sede di commento dei metodi reddituali semplificati.

Nell'ipotesi di applicazione della metodologia fondata sugli E.V.A. (*economic value added*) la formula valutativa risulta:


$$W = CI + \sum_t^{1=n} [(NOPAT - waccCI)_t (1 + wacc)^{-t}] - D$$

CI è il valore del capitale investito nell'attività operativa della Società valutanda;

NOPAT è il valore medio atteso dei redditi netti operativi;

wacc è il costo medio ponderato percentuale del capitale;

waccCI è il reddito operativo considerato "congruo";

D è il valore corrente dei debiti finanziari;

n è il "*competitive advantage period*", vale a dire il periodo di tempo entro il quale i sovra/sottoredditi operativi si annullano.



Prof. Simona Arduini

5. La scelta della metodologia valutativa

La scelta di una o più metodologie, da impiegare ai fini della stima del valore economico di un'azienda o di un ramo d'azienda, dipende dalla finalità sottesa alla valutazione, dalla qualità e dalla quantità delle informazioni e dei dati disponibili e, infine, dalla situazione economico-finanziaria in cui versa l'azienda o il ramo d'azienda oggetto di valutazione. Ciò in quanto non esiste un metodo di stima del capitale economico di un'azienda o di un suo ramo che soddisfi pienamente e contemporaneamente i requisiti di "razionalità", "obiettività" ed "equità" e che, di conseguenza, possa essere, in via astratta, considerato in assoluto il più attendibile².

Per quanto concerne la finalità della presente Relazione, si ricorda che l'oggetto dell'incarico è la stima del valore economico della quota pari al 25% del capitale di Crisalide s.r.l. alla data del 31 dicembre 2020, ai fini del suo trasferimento, nell'ottica del perito indipendente.

Ne discende che la configurazione di capitale da stimare è rappresentata dal "capitale economico", poiché detta nozione di capitale si riferisce al valore ipoteticamente realizzabile in caso di trasferimento di un'azienda o di un suo ramo nell'ottica di un perito indipendente, che assuma una posizione neutrale rispetto alle parti.

In particolare, la sottoscritta ritiene opportuno stimare il valore economico della quota del 25% del capitale di Crisalide s.r.l. pari al 25% del valore economico complessivo della Società stessa, senza alcuna applicazione di sconti di minoranza.

Il valore economico dell'intero capitale di Crisalide s.r.l. sarà stimato applicando il metodo patrimoniale semplice, il quale consente di effettuare una stima puntuale del valore corrente dei singoli elementi patrimoniali, attivi e passivi, della Società. La scrivente ritiene opportuno non apportare alcuna correzione reddituale al patrimonio netto rettificato poiché la società valutanda è una *holding* pura, che non svolge alcuna attività operativa diversa dalla "gestione" della partecipazione in Tolfa Care s.r.l.

Si osserva che il metodo patrimoniale semplice senza correzione reddituale rimane la tecnica unanimemente riconosciuta come altamente razionale ed obiettiva nel caso di specie. Si ribadisce, infatti, che per le *holding* pure non si applica alcuna verifica reddituale, poiché la redditività della Società è ininfluente ai fini della individuazione del valore patrimoniale della stessa, atteso che gli unici beni capaci di generare redditività sono le partecipazioni detenute dalla stessa *holding*; nel caso di specie, Crisalide s.r.l. detiene unicamente la partecipazione in Tolfa Care s.r.l.

Nella stima del valore economico del capitale di Crisalide s.r.l., inoltre, Tolfa Care s.r.l. sarà considerata come bene accessorio, vale a dire come bene dotato di autonomo valore, sulla base delle formule che seguono:

$$W_{25\% \text{ Crisalide}} = 25\% W_{\text{Crisalide}}$$

² G. ZANDA, M. LACCHINI, T. ONESTI, *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 2013.

dove:

$W_{25\% \text{ Crisalide}}$ è il valore economico della quota pari al 25% del capitale della Società valutanda al 31/12/2020;

$W_{\text{Crisalide}}$ è il valore economico complessivo del capitale di Crisalide s.r.l. alla data del 31/12/2020.

$$W_{\text{Crisalide}} = K'_{\text{Crisalide}} + 20,4\% W_{\text{TolfaCare}}$$

dove:

$W_{\text{Crisalide}}$ è il valore economico complessivo del capitale di Crisalide s.r.l. al 31/12/2020;

$K'_{\text{Crisalide}}$ è il patrimonio netto rettificato di Crisalide s.r.l., stimato escludendo il valore contabile della partecipazione in Tolfa Care s.r.l.;

$W_{\text{TolfaCare}}$ è il valore economico complessivo del capitale di Tolfa Care s.r.l. alla data del 31/12/2020.

Anche nel caso della quota pari al 20,4% del capitale di Tolfa Care s.r.l., il suo valore economico sarà fatto pari al 20,4% del valore economico complessivo della Partecipata, senza alcuna applicazione di sconti di minoranza.

Per ragioni di coerenza, il valore economico del capitale di Tolfa Care sarà stimato con la tecnica patrimoniale; in tale situazione, però, trattandosi di Società operativa, sarà necessario operare una correzione reddituale, per tenere conto della eventuale differenza tra reddito congruo e reddito atteso della Partecipata. In formula:

$$W_{\text{TolfaCare}} = K'_{\text{TolfaCare}} + C.R._{\text{TolfaCare}}$$

dove:

$W_{\text{TolfaCare}}$ è il valore economico complessivo del capitale di Tolfa Care s.r.l. alla data del 31/12/2020;

$K'_{\text{TolfaCare}}$ è il patrimonio netto rettificato di Tolfa Care s.r.l.;

$C.R._{\text{TolfaCare}}$ è la correzione reddituale di Tolfa Care s.r.l.

La stima del valore del patrimonio netto rettificato (K') di Crisalide s.r.l e della sua Partecipata al 31/12/2020 sarà effettuata applicando la seguente formula:

$$K' = A' - P' = PNC +/- rettifiche$$

dove:

K' è il patrimonio netto rettificato della Società (Crisalide s.r.l. o Tolfa Care s.r.l. nei rispettivi casi);

A' rappresenta l'attivo riespresso a valori correnti;

P' costituisce il passivo riespresso a valori correnti;

PNC è il patrimonio netto contabile di ciascuna delle due Società;

rettifiche rappresenta l'ammontare complessivo delle rettifiche da apportare ai singoli elementi patrimoniali, al fine di ottenere il loro valore corrente.

Per la stima della correzione reddituale di Tolfa Care s.r.l. si ricorrerà, invece, alla formula che segue:

Prof. Simona Arduini

$$W = K' + (R - iK')a_{n-i}$$

dove:

W è il valore economico del capitale;

K' è il patrimonio netto rettificato;

R è il reddito medio costante atteso;

iK' è il reddito congruo;

i è il tasso di attualizzazione, che sarà stimato pari al tasso di congrua remunerazione i_c .

In merito alla qualità e alla quantità dei dati e delle informazioni disponibili, si fa presente – come già rappresentato – che i dati impiegati ai fini della stima sono stati forniti alla scrivente dal consulente amministrativo-contabile di Crisalide s.r.l. e dagli Uffici amministrativi di Tolfa Care s.r.l.; tali informazioni sono, in buona sostanza, rappresentate dai dati contabili consuntivi delle rispettive Società, riferiti alla data del 31 dicembre 2020 e, per quanto riguarda Tolfa Care s.r.l., altresì alle date del 31 dicembre 2019 e del 31 dicembre 2018.

La scrivente, pur non avendo svolto alcuna attività di revisione, poiché non prevista dallo specifico incarico professionale, ha puntualmente analizzato le informazioni e i dati trasmessi e, sulla base degli stessi – pur avendo rilevato delle mancate quadrature dei dati contabili di Tolfa Care s.r.l., come rilevato nel paragrafo descrittivo del patrimonio della Partecipata – ritiene di poter formulare un adeguato giudizio in merito alla situazione patrimoniale della Società valutanda e alla situazione economico-patrimoniale della sua Partecipata alla data del 31 dicembre 2020.

6. La stima del valore economico della quota pari al 25% del capitale di Crisalide s.r.l. con il metodo patrimoniale semplice

6.1. Premessa

Come illustrato nel capitolo precedente, la sottoscritta ritiene opportuno stimare il valore economico della quota del 25% del capitale di Crisalide s.r.l. pari al 25% del valore economico complessivo della Società stessa, senza alcuna applicazione di sconti di minoranza.

La stima del valore economico complessivo di Crisalide sarà effettuata con il metodo patrimoniale semplice.

In particolare, la stima del valore economico del capitale sarà condotta applicando il seguente algoritmo valutativo:

$$W_{\text{Crisalide}} = K'_{\text{Crisalide}} + 20,4\% W_{\text{TolfaCare}}$$

dove:

$W_{\text{Crisalide}}$ è il valore economico complessivo del capitale di Crisalide s.r.l. al 31/12/2020;

$K'_{\text{Crisalide}}$ è il patrimonio netto rettificato di Crisalide s.r.l., stimato escludendo il valore contabile della partecipazione in Tolfa Care s.r.l.;

$W_{\text{TolfaCare}}$ è il valore economico complessivo del capitale di Tolfa Care s.r.l. alla data del 31/12/2020.

L'applicazione della formula sopra riportata richiede la preventiva stima dei seguenti parametri:

- patrimonio netto contabile;
- rettifiche da apportare agli elementi patrimoniali;
- patrimonio netto rettificato;
- valore economico del capitale di Tolfa Care s.r.l.

In particolare, la stima del valore del patrimonio netto rettificato (K') al 31/12/2020 sarà effettuata applicando la seguente formula:

$$K' = A' - P' = PNC \text{ +/- rettifiche}$$

dove:

K' è il patrimonio netto rettificato di Crisalide, al netto del valore della partecipazione in Tolfa Care s.r.l.;

A' rappresenta l'attivo riespresso a valori correnti;

P' costituisce il passivo riespresso a valori correnti;

PNC è il patrimonio netto contabile di Crisalide;

rettifiche rappresenta l'ammontare complessivo delle rettifiche da apportare ai singoli elementi patrimoniali, al fine di ottenere il loro valore corrente.

Prof. Simona Arduini

43

6.2. La stima del valore corrente del patrimonio netto di Crisalide s.r.l.

6.2.1. Il valore contabile del patrimonio netto

La stima del valore corrente del patrimonio netto di Crisalide, alla data del 31 dicembre 2020, implica la valutazione analitica del valore corrente dei suoi elementi patrimoniali.

La situazione contabile patrimoniale della Società alla data del 31 dicembre 2020 è rappresentata sinteticamente nella tabella successiva (valori espressi in euro).

Attivo		Passivo e patrimonio netto	
Immobilizzazioni		Patrimonio netto	
<i>Immobilizzazioni finanziarie</i>		<i>Capitale</i>	80.000
Partecipazioni	165.750	<i>Riserva legale</i>	3.377
<i>Totale immobilizzazioni finanziarie</i>	165.750	<i>Altre riserve</i>	70.326
Totale immobilizzazioni	165.750	Utili (perdite) portati a nuovo	4.941
Attivo circolante		Utile (perdita) dell'esercizio	(2.419)
<i>Crediti</i>	816	Totale patrimonio netto	156.225
<i>Disponibilità liquide</i>	285	Debiti	10.626
Totale attivo circolante	1.101		
Totale attivo	166.851	Totale passivo e netto	166.851

Come si evince dalla tabella, il capitale netto contabile della Società valutanda presenta un valore positivo pari a 156.225 euro, determinato dalla differenza tra attività (166.851 euro) e passività (10.626 euro).

Come in precedenza evidenziato, il patrimonio netto contabile della Società deve essere nettato del valore contabile della partecipazione in Tolfa Care s.r.l., atteso che la stessa è valutata separatamente, quale bene dotato di autonomo valore. Pertanto, il valore contabile del patrimonio netto (PNC) al 31 dicembre 2020, al netto del valore delle immobilizzazioni finanziarie, è negativo e pari a **euro -9.525**.

Il patrimonio netto rettificato (K') al 31/12/2020 sarà determinato applicando il seguente algoritmo:

$$K' = PNC \pm \text{Rettifiche}$$

dove:

PNC è il valore del patrimonio netto contabile della Società oggetto di valutazione, al netto delle immobilizzazioni finanziarie, come sopra determinato;

Rettifiche è il valore delle rettifiche derivanti dalle differenze tra valore corrente e valore contabile degli elementi patrimoniali che compongono la situazione patrimoniale della Società alla data di riferimento della stima (31/12/2020).

Nel prosieguo si valutano le voci che compongono la situazione patrimoniale alla data del 31/12/2020 di Crisalide, già descritte nel paragrafo 3.2., al fine di individuare le eventuali rettifiche da applicare in caso di divergenza tra valore corrente e valore contabile dei singoli elementi patrimoniali.

6.2.2. La stima del valore corrente degli elementi patrimoniali attivi e passivi

6.2.2.1. Attivo circolante

L'aggregato "Attivo circolante", iscritto nell'attivo patrimoniale della Società alla data del 31/12/2020, ammonta a euro 1.101 (cfr. allegato n. 3) e comprende esclusivamente crediti e disponibilità liquide.

I crediti, di complessivi euro 816, sono rappresentati da I.V.A. a credito per euro 755 e da acconti I.R.A.P. per euro 61 (oltre a un residuo, di valore irrisorio, di "Erario c/ritenute subite). I crediti, a norma dell'articolo 2426 del Codice civile, sono iscritti in bilancio al valore presumibile di realizzazione.

La scrivente, ritenendo il valore contabile dei crediti congruo e in linea con il valore corrente, stima il valore corrente degli stessi pari a **euro 816**. Non si apportano, pertanto, rettifiche al patrimonio netto contabile con riferimento alla voce di cui trattasi.

Le disponibilità liquide, pari a euro 285, sono rappresentate dal saldo attivo del conto corrente di euro 205 e dalle disponibilità di cassa di euro 80.

Attesa la natura oggettiva della posta di cui trattasi, il valore corrente è stimato pari al valore contabile di **euro 285**. Non si apportano, pertanto, rettifiche al patrimonio netto contabile con riferimento alla voce in esame.

6.2.2.2. Debiti

L'aggregato "Debiti", iscritto nel passivo patrimoniale della Società alla data del 31/12/2020, ammonta a euro 10.626 (cfr. allegato n. 3) e comprende esclusivamente finanziamenti soci e debiti commerciali. I finanziamenti dei soci, di carattere infruttifero, ammontano a euro 7.126; i debiti, di euro 3.500, sono integralmente rappresentati da fatture da ricevere da fornitori terzi.

I debiti, a norma dell'articolo 2426 del Codice civile, sono iscritti al costo ammortizzato che, per le voci debitorie a breve termine coincide con il valore nominale". La scrivente, ritenendo il valore contabile dei debiti congruo e in linea con il valore corrente, stima il valore corrente degli stessi pari a **euro 10.626**. Non si apportano, pertanto, rettifiche al patrimonio netto contabile con riferimento alla voce di cui trattasi.

6.2.3. La stima del patrimonio netto rettificato della Società valutanda

Il patrimonio netto rettificato di Crisalide s.r.l. alla data del 31/12/2020 è stato stimato applicando il seguente algoritmo:

$$K' = PNC \pm Rettifiche$$

dove:

PNC è il valore del patrimonio netto contabile della Società, al netto del valore della partecipazione in Tolfa Care s.r.l.;

Rettifiche è il valore delle rettifiche derivanti dalle differenze tra valore corrente e valore contabile degli elementi patrimoniali che compongono la situazione patrimoniale della Società, riferita al 31/12/2020.

Il patrimonio netto contabile della Società valutanda, come sopra indicato, è negativo e ammonta a **euro -9.525**.

Come descritto precedentemente, non sono state apportate rettifiche al valore contabile delle attività e delle passività al 31/12/2020.

Il patrimonio netto rettificato della Società valutanda, alla data del 31 dicembre 2020, ammonta pertanto a **euro -9.525** come di seguito evidenziato:

$$K' = PNC \pm Rettifiche$$

$$K' = -9.525 + 0 = -9.525.$$

Il prospetto che segue rappresenta la situazione patrimoniale della Società, espressa a valori correnti (in euro) e al netto del valore contabile della partecipazione in Tolfa Care s.r.l., alla data del 31 dicembre 2020.

Attivo		Passivo e patrimonio netto	
Attivo circolante		Debiti	10.626
<i>Crediti</i>	816		
<i>Disponibilità liquide</i>	285	K'	-9.525
Totale attivo circolante	1.101		
Totale attivo	1.101	Totale passivo e netto	1.101

6.3. La stima del valore corrente della partecipazione in Tolfa Care s.r.l.

6.3.1. Premessa

Come in precedenza rappresentato, il valore corrente della quota pari al 20,4% del capitale di Tolfa Care s.r.l. sarà fatto pari al 20,4% del valore economico complessivo della Partecipata, senza alcuna applicazione di sconti di minoranza.

Per ragioni di coerenza, il valore economico del capitale di Tolfa Care s.r.l. sarà stimato con la tecnica patrimoniale; in tale situazione, però, trattandosi di Società operativa, sarà necessario operare una correzione reddituale, per tenere conto della eventuale differenza tra reddito congruo e reddito atteso della Partecipata. In formula:

$$W_{\text{TolfaCare}} = K'_{\text{TolfaCare}} + C.R._{\text{TolfaCare}}$$

dove:

$W_{\text{TolfaCare}}$ è il valore economico complessivo del capitale di Tolfa Care s.r.l. alla data del 31/12/2020;

$K'_{\text{TolfaCare}}$ è il patrimonio netto rettificato di Tolfa Care s.r.l.;

$C.R._{\text{TolfaCare}}$ è la correzione reddituale di Tolfa Care s.r.l.

La stima del valore del patrimonio netto rettificato (K') della Partecipata al 31/12/2020 sarà effettuata applicando la seguente formula:

$$K' = A' - P' = PNC +/- rettifiche$$

dove:

K' è il patrimonio netto rettificato della Società;

A' rappresenta l'attivo riespresso a valori correnti;

P' costituisce il passivo riespresso a valori correnti;

PNC è il patrimonio netto contabile;

rettifiche rappresenta l'ammontare complessivo delle rettifiche da apportare ai singoli elementi patrimoniali, al fine di ottenere il loro valore corrente.

Per la stima della correzione reddituale di Tolfa Care s.r.l. si ricorrerà, invece, alla formula che segue:

$$W = K' + (R - iK')a_{n-i}$$

dove:

W è il valore economico del capitale;

K' è il patrimonio netto rettificato;

R è il reddito medio costante atteso;

iK' è il reddito congruo;

i è il tasso di attualizzazione, che sarà stimato pari al tasso di congrua remunerazione i_c .

6.3.2. Il valore contabile del patrimonio netto di Tolfa Care s.r.l.

La stima del valore corrente del patrimonio netto di Tolfa Care, alla data del 31 dicembre 2020, implica la valutazione analitica del valore corrente dei suoi elementi patrimoniali.

La situazione contabile patrimoniale della Società alla data del 31 dicembre 2020, pertanto, è rappresentata sinteticamente nella tabella successiva (valori espressi in euro).

Attivo		Passivo e patrimonio netto	
Immobilizzazioni		Patrimonio netto	
<i>Immobilizzazioni immateriali</i>	436.294	<i>Capitale</i>	812.500
<i>Immobilizzazioni materiali</i>	116.140	<i>Riserva da soprapprezzo azioni</i>	270.991
Totale immobilizzazioni	552.434	<i>Riserva legale</i>	48.515
Attivo circolante		<i>Altre riserve</i>	375.216
<i>Crediti</i>	698.338	<i>Utile (perdita) dell'esercizio</i>	119.472
<i>Disponibilità liquide</i>	1.197.030	Totale patrimonio netto	1.626.694
Totale attivo circolante	1.895.368	Fondi per rischi e oneri	59.200
Ratei e risconti	251.137	Trattamento di fine rapporto	158.252
		Debiti	854.793
Totale attivo	2.698.939	Totale passivo e netto	2.698.939

Come si evince dalla tabella, il capitale netto contabile della Partecipata presenta un valore positivo pari a **1.626.694 euro**, determinato dalla differenza tra attività (2.698.939 euro) e passività (1.072.245 euro).

Il patrimonio netto rettificato (K') al 31/12/2020 sarà determinato applicando il seguente algoritmo:

$$K' = PNC \pm Rettifiche$$

dove:

PNC è il valore del patrimonio netto contabile della Partecipata, come sopra determinato;

Rettifiche è il valore delle rettifiche derivanti dalle differenze tra valore corrente e valore contabile degli elementi patrimoniali che compongono la situazione patrimoniale della Partecipata alla data di riferimento della stima (31/12/2020).

Nel prosieguo si valutano le voci che compongono la situazione patrimoniale alla data del 31/12/2020 di Tolfa Care s.r.l., già descritte nel paragrafo 3.3., al fine di individuare le eventuali rettifiche da applicare in caso di divergenza tra valore corrente e valore contabile dei singoli elementi patrimoniali.

6.3.3. La stima del valore corrente delle attività e passività di Tolfa Care s.r.l.

6.3.3.1. Le immobilizzazioni

6.3.3.1.1. Premessa

L'aggregato "Immobilizzazioni", iscritto nell'attivo patrimoniale della Società alla data del 31/12/2020, ammonta, al netto dei fondi di ammortamento, a euro 552.434 (cfr. allegato n. 5) e comprende immobilizzazioni immateriali e materiali.

Nel seguito si individua il valore corrente e l'eventuale rettifica da apportare al patrimonio netto contabile, relativamente alle singole voci che compongono l'aggregato.

6.3.3.1.2. Le immobilizzazioni immateriali

Le immobilizzazioni immateriali appartenenti al patrimonio della Partecipata oggetto di stima hanno un costo storico di euro 744.963 e un valore contabile netto complessivo di euro 436.294 e sono rappresentate da "Diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno" e da "Altre immobilizzazioni immateriali".

La tabella successiva sintetizza la composizione dell'aggregato di cui trattasi al 31/12/2020 (valori espressi in euro – cfr. allegato n. 5), sulla base dei valori rappresentati nel bilancio dell'esercizio 2020.

<i>Immobilizzazioni immateriali</i>	<i>Costo storico</i>	<i>Fondo ammortamento</i>	<i>Valore contabile</i>
Diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno	32.005	32.005	-
Altre immobilizzazioni immateriali	712.958	276.665	436.293
<i>Totale</i>	<i>744.963</i>	<i>308.670</i>	<i>436.293</i>

I diritti di brevetto industriale e i diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno hanno valore nullo, in quanto totalmente ammortizzati.

Le altre immobilizzazioni immateriali sono relative a "Migliorie beni di terzi" e ad "Altri oneri pluriennali".

Gli "Altri oneri pluriennali", di euro 279.000, riguardano "Oneri di urbanizzazione", vale a dire oneri per la riqualificazione della zona adiacente alla "Residenza per Anziani Quinta Stella", sostenuti in accordo con il Comune di Tolfa. In particolare, si tratta di oneri sostenuti negli anni 2009 e 2018 e aventi un valore netto contabile (costo storico nettato degli ammortamenti cumulati) rispettivamente di euro 70.631 e 208.639.

I costi per migliorie beni di terzi comprendono manutenzioni straordinarie, modifiche di impianti e altri interventi strutturali sull'immobile in locazione finanziaria nel quale è svolta l'attività della Residenza per Anziani; ammontano, nel complesso, a euro 155.472. Si precisa che tale ultimo valore è stato fornito alla scrivente dagli Uffici della stessa Partecipata (cfr. allegato n. 6) e risulta inferiore di euro 1.821 – per presunto errore materiale – rispetto ai valori iscritti nel bilancio dell'esercizio 2020.

Tali immobilizzazioni sono iscritte in bilancio al costo storico, di acquisto o di produzione "comprensivo degli oneri accessori di diretta imputazione" e rettificato per "svalutazioni e ammortamenti effettuati, calcolati sistematicamente (*omissis*) tenendo conto della loro residua possibilità di utilizzazione" (cfr. allegato n. 5). Gli oneri di urbanizzazione e le migliorie beni di terzi sono ammortizzati in funzione della residua durata dei rispettivi contratti.

In merito al valore corrente delle immobilizzazioni immateriali, la scrivente ha analizzato la natura dei singoli cespiti, il loro valore residuo e l'aliquota di ammortamento applicata e ha osservato quanto segue:

- i diritti di brevetto industriale hanno un valore contabile nullo e, pertanto, altresì un valore corrente nullo, non essendo ragionevole una loro eventuale rivalutazione;
- gli oneri di urbanizzazione sono attività immateriali che manifesteranno la loro utilità anche in ipotesi di eventuale trasferimento della Partecipata, per un periodo di tempo pari alla durata residua del contratto; pertanto, il loro valore corrente è fatto pari a euro 279.000;
- i costi per migliorie beni di terzi, altresì, sono immaterialità la cui utilità, che non viene meno in caso di trasferimento del complesso aziendale a terzi, ha una durata presunta pari a quella residua del relativo contratto di locazione; pertanto, il loro valore corrente è fatto pari a euro 155.472.

Per quanto sopra, il valore corrente delle immobilizzazioni immateriali facenti parte del patrimonio di Tolfa Care s.r.l. è stato stimato pari a **434.472 euro**. Considerato che le medesime immobilizzazioni immateriali hanno un valore contabile di euro 436.293, occorre apportare al patrimonio netto contabile una rettifica **negativa di euro 1.821**.

6.3.3.1.3. Le immobilizzazioni materiali

Come in precedenza evidenziato, le immobilizzazioni materiali appartenenti al patrimonio della Partecipata oggetto di stima hanno un valore contabile netto complessivo indicato nel bilancio dell'esercizio 2020 pari a euro 116.140; sono rappresentate da impianti e macchinario del valore contabile netto nullo, da attrezzature industriali e commerciali di euro 42.516, da altre immobilizzazioni materiali di euro 22.421 e da immobilizzazioni materiali in corso e acconti di euro 51.203.

La tabella successiva sintetizza la composizione dell'aggregato di cui trattasi al 31/12/2020 (valori espressi in euro – cfr. allegato n. 5).

<i>Immobilizzazioni materiali</i>	<i>Costo storico</i>	<i>Acquisti dell'anno</i>	<i>Fondo ammortamento</i>	<i>Valore contabile</i>
Impianti e macchinario	29.023	-	29.023	-
Attrezzature industriali e commerciali	252.891	15.339	225.715	42.515
Altri beni	403.380	9.528	390.486	22.421
Immobilizzazioni in corso e acconti	51.203	-	-	51.203
Totale	736.497	24.867	645.224	116.140

Per la descrizione delle singole immobilizzazioni materiali si rinvia a quanto esposto nel capitolo 3.

In merito al loro valore contabile, tali cespiti sono iscritti in bilancio al costo storico di acquisto o di produzione interna, aumentato di eventuali oneri accessori “nonché dei costi di diretta imputazione” (cfr. allegato n. 5) e rettificato per svalutazioni e ammortamenti, calcolati “sistematicamente”, “in relazione alla loro residua possibilità di utilizzazione”.

Gli impianti e macchinari hanno valore nullo, in quanto totalmente ammortizzati, sulla base dell'aliquota annua del 12%.

Le attrezzature industriali e commerciali, del valore contabile netto di euro 42.515, sono rappresentate – come risulta dal libro cespiti ammortizzabili (cfr. allegato n. 7) - da attrezzature generiche e attrezzature specifiche. Le attrezzature generiche hanno un valore netto contabile di euro 27.523, poiché presentano un costo storico complessivo di euro 129.459 e sono ammortizzate per euro 101.936, sulla base dell'aliquota annua del 25%. Le attrezzature specifiche hanno un valore netto contabile di euro 14.993, risultante dalla differenza fra il costo storico complessivo di euro 138.772 e gli ammortamenti cumulati di euro 123.779, calcolati in base alla aliquota annua del 12,50%.

Gli “Altri beni”, del valore netto contabile iscritto in bilancio di euro 22.422, comprendono: mobili e arredi, biancheria e macchine d'ufficio ed elettroniche.

I mobili e arredi presentano il valore netto contabile di euro 18.340 (cfr. Registro beni ammortizzabili in allegato n. 7) poiché hanno il costo storico pari a euro 277.381 e risultano complessivamente ammortizzati per euro 259.041, sulla base dell'aliquota annua del 10%.

La biancheria ha il costo storico complessivo di euro 64.033 e risulta ammortizzata per euro 63.044, all'aliquota annua del 40%. Atteso il valore dell'aliquota, tutta la biancheria acquistata dal 2009 al 2016 risulta ammortizzata e - considerato che negli anni dal 2017 al 2019 nessun acquisto è stato effettuato - solo i beni comprati nell'anno 2020 sono ancora in corso di ammortamento; il loro valore netto contabile è pari a euro 989 (cfr. Registro beni ammortizzabili, in allegato n. 7).

Le macchine d'ufficio ed elettroniche sono iscritte al costo storico complessivo di euro 85.294 e risultano ammortizzate, all'aliquota annua del 20%, per euro 82.337. Il relativo valore contabile, così come risultante dal Registro cespiti ammortizzabili, è 2.956 euro (cfr. allegato n. 7). Si rileva che il valore contabile netto complessivo delle macchine di ufficio ed elettroniche risultante dal Registro cespiti ammortizzabili è pari a euro 2.956, benché le stesse siano iscritte in bilancio per complessivi euro 3.093.

Dal Registro beni ammortizzabili risulta altresì la presenza di n. 3 autoveicoli, dal costo storico di euro 15.087, ma interamente ammortizzati in base all'aliquota del 20% (cfr. allegato n. 7).

Infine, le immobilizzazioni in corso e gli acconti presentano un valore contabile, al 31 dicembre 2020, di euro 51.203.

In merito al valore corrente delle immobilizzazioni materiali, la scrivente ha analizzato la natura dei singoli cespiti, il loro valore residuo e l'aliquota di ammortamento applicata e ha osservato quanto segue:

- gli impianti e macchinari hanno un valore contabile nullo e, pertanto, altresì un valore corrente nullo, non essendo ragionevole una loro eventuale rivalutazione;
- gli autoveicoli hanno un valore contabile nullo e, pertanto, altresì un valore corrente nullo, non essendo ragionevole una loro eventuale rivalutazione;
- le attrezzature industriali e commerciali hanno un valore corrente stimato in linea con il valore contabile e, pertanto, fatto pari a euro 42.515;
- gli altri beni hanno un valore corrente stimato in linea con il valore contabile risultante dal libro cespiti ammortizzabili di euro 22.285;
- le immobilizzazioni in corso e gli acconti hanno un valore corrente stimato pari al valore contabile di euro 51.203.

Per quanto sopra, il valore corrente delle immobilizzazioni materiali facenti parte del patrimonio di Tolfa Care s.r.l. è stato stimato pari a **116.003 euro**. Considerato che le medesime immobilizzazioni materiali hanno un valore contabile di euro 116.140, occorre apportare al patrimonio netto contabile una rettifica **negativa di euro 137**.

Si osserva che la Partecipata ha in essere un contratto di *leasing* relativo al fabbricato nel quale è svolta l'attività. Il valore contabile dei beni in *leasing*, alla data di riferimento del bilancio 2020, è pari a euro 4.564.065, mentre il valore attuale delle rate di canone non scadute, alla stessa data, è di euro 2.856.695 (cfr. allegato n. 6). Si precisa che tale valore contabile non è iscritto nello Stato patrimoniale, poiché il contratto di *leasing* è contabilizzato secondo il metodo denominato "patrimoniale", in forza del quale il bene in *leasing* è iscritto tra le attività solo nel momento in cui, a seguito dell'esercizio del riscatto, avviene il trasferimento della proprietà.

La scrivente, pur considerando congruo e attendibile il valore contabile individuato come sopra esposto, ha ritenuto opportuno procedere come segue.

In primo luogo, ha raccolto sul sito internet dell'Agenzia delle Entrate i dati "OMI" delle quotazioni immobiliari degli anni 2018, 2019 e 2020 relativi alla Provincia di Roma, Comune di Tolfa, Zona B1/Centrale/Centro Abitato, relativamente agli immobili aventi destinazione residenziale e commerciale (atteso che la destinazione "terziario", le cui valutazioni non sono presenti su OMI per il Comune di Tolfa, presenta di norma un valore intermedio tra quello delle abitazioni civili e quello dei negozi).

I risultati sono sintetizzati nella tabella che segue.

Comune di Tolfa	Residenziale		Commerciale	
	Minimo	Massimo	Minimo	Massimo
2018 I semestre	1000	1400	1200	1600
2018 II semestre	950	1300	1050	1400
2019 I semestre	900	1300	1000	1400
2019 II semestre	900	1300	950	1400
2020 I semestre	900	1300	950	1400
2020 II semestre	900	1250	950	1350
Media	925	1.308	1.017	1.425

In secondo luogo, ha calcolato la media del prezzo minimo e del prezzo massimo rilevato nel periodo indicato per ciascuna tipologia di immobili (residenziali e commerciali).

Successivamente, considerato che si tratta di un immobile avente un buono stato di manutenzione e dotato di attrezzature specifiche per il tipo di attività svolta, ha considerato come valore medio al metro quadro, la media tra i valori massimi della destinazione residenziale e commerciale (1.308 euro al mq ed euro 1.425 al mq rispettivamente); pertanto, il valore al metro quadro dell'immobile in leasing è risultato pari a euro 1.366,5 euro.

Infine, ha ottenuto il valore corrente dell'immobile come prodotto tra il valore al metro quadro, calcolato come sopra, e la dimensione dell'immobile stesso, comprensivo delle aree esterne, come dichiarata nel documento "accertamento della proprietà immobiliare urbana" dell'Agenzia del Territorio, pari a 4.700 metri quadrati (cfr. allegato n. 10):

$$\text{valore corrente dell'immobile} = 1.366,5 \text{ euro} \cdot 4.700 \text{ mq} = \text{euro } 6.422.550.$$

Considerati i canoni da pagare pari a euro 2.856.695, il valore corrente dei fabbricati in leasing utilizzati da Tolfa Care s.r.l. è stato stimato pari a **3.565.855 euro**.

Atteso che i fabbricati hanno un valore contabile nullo occorre apportare al patrimonio netto contabile una rettifica positiva di **euro 3.565.855**.

6.3.3.2. Attivo circolante

6.3.3.2.1. Premessa

L'aggregato "Attivo circolante", iscritto nell'attivo patrimoniale della Società alla data del 31/12/2020, ammonta a euro 1.895.368 (cfr. allegato n. 5) e comprende esclusivamente crediti e disponibilità liquide.

Per la descrizione delle singole voci dell'attivo circolante si rinvia a quanto già esposto nel capitolo 3.

Nel seguito si individua il valore corrente e l'eventuale rettifica da apportare al patrimonio netto contabile, relativamente alle singole voci che compongono l'aggregato.

6.3.3.2.2. I crediti

I crediti iscritti nell'attivo circolante per complessivi euro 698.338 sono vantati nei confronti dei seguenti soggetti:

- clienti per euro 439.590;
- Erario per tributi per euro 16.748;
- Erario per imposte anticipate per euro 224.226;
- altri soggetti per euro 17.774, di cui euro 4.499 scadenti oltre l'esercizio successivo.

I crediti verso clienti, i crediti tributari e i crediti verso altri per la quota di euro 13.275 sono esigibili entro l'esercizio successivo.

I crediti sono iscritti al valore di presunto realizzo, fatto pari al valore nominale al netto del fondo svalutazione crediti che, alla data del 31 dicembre 2020, risulta pari a euro 120.000 e fa fronte al rischio di mancata o parziale esigibilità dei crediti verso clienti aventi dubbia recuperabilità.

Si rileva che la somma dei crediti verso clienti (euro 560.895,87) risultante dallo "scadenzario attivo" al 31 dicembre 2020 (cfr. allegato n. 8), al netto del fondo svalutazione crediti (euro 120.000) risulta pari a euro 440.895,87, mentre il valore netto dei crediti verso clienti iscritto nel bilancio dell'esercizio 2020 è pari a euro 439.590.

I crediti tributari, di complessivi euro 16.748, sono composti da crediti I.R.A.P. di euro 480, acconti I.R.A.P. di euro 1.664 e altri crediti tributari di euro 14.604, relativi alla quota residua del credito d'imposta previsto per le spese di sanificazione sostenute nell'esercizio 2020 (cfr. allegato n. 6).

I crediti per imposte anticipate, di euro 224.226, riguardano I.RE.S. per euro 194.867 e I.R.A.P. per euro 29.360.

I crediti verso altri, di euro 17.774, sono per euro 13.275 esigibili entro l'esercizio e riguardano anticipi a fornitori di euro 8.009, crediti verso INPS di euro 1.946 altri crediti di euro 3.320; la quota esigibile oltre l'esercizio, di euro 4.499, è relativa a depositi cauzionali.

La scrivente, ritenendo il valore contabile dei crediti congruo e in linea con il valore corrente, stima il valore corrente degli stessi pari a **euro 698.338**. Non si apportano, pertanto, rettifiche al patrimonio netto contabile con riferimento alla voce di cui trattasi.

6.3.3.2.3. Le disponibilità liquide

Pari a euro 1.194.531, sono relative per euro 1.197.030 al saldo del conto corrente acceso presso Intesa Sanpaolo S.p.A. e per euro 2.499 al saldo della cassa.

Attesa la natura oggettiva della posta di cui trattasi, il valore corrente è stimato pari al valore contabile di **euro 1.197.030**. Non si apportano, pertanto, rettifiche al patrimonio netto contabile con riferimento alla voce di cui trattasi.

6.3.3.3. I ratei e risconti attivi

L'aggregato "ratei e risconti", iscritto nell'attivo patrimoniale della Partecipata alla data del 31/12/2020, ammonta a euro 251.137 (cfr. allegato n. 5) e comprende ratei attivi di euro 26 e risconti attivi (rettifiche di costi contabilizzati nell'esercizio ma non di competenza economica) relativi ai canoni periodici e al maxicanone leasing del fabbricato nel quale è svolta l'attività della Residenza per anziani, nonché ai contratti per noleggio stampanti, per gestione della privacy e per la gestione del dominio "quintastella.it", per complessivi euro 251.111.

Essi sono inseriti in bilancio in funzione del principio della competenza economica, calcolata su base temporale, dei costi ai quali si riferiscono.

Attesa la natura tendenzialmente oggettiva della posta di cui trattasi, il valore corrente è stimato pari al valore contabile di **euro 251.137**. Non si apportano, pertanto, rettifiche al patrimonio netto contabile con riferimento alla voce di cui trattasi.

6.3.3.4. I fondi per rischi e oneri

L'aggregato "Fondi per rischi e oneri", iscritto nel passivo patrimoniale della Partecipata alla data del 31/12/2020, ammonta a euro 59.200 (cfr. allegato n. 5) e comprende arretrati dovuti al personale dipendente con il quale è in corso un accordo transattivo. Ci è stato comunicato verbalmente dagli Uffici della Partecipata che tale somma corrisponde al *petitum* e che, sulla base di tale valore, la transazione è in fase conclusiva.

La scrivente, ritenendo il valore contabile dei fondi per rischi e oneri congruo e in linea con il valore corrente, stima il valore corrente degli stessi pari a **euro 59.200**. Non si apportano, pertanto, rettifiche al patrimonio netto contabile con riferimento alla voce di cui trattasi.

6.3.3.5. Il trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato

L'aggregato "Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato", iscritto nel passivo patrimoniale della Partecipata alla data del 31/12/2020, ammonta a euro 158.252 (cfr. allegato n. 5).

Il TFR è versato al fondo pensione per i dipendenti che hanno optato per la previdenza complementare e al Fondo di Tesoreria dell'INPS negli altri casi.

Atteso che l'ammontare del debito verso i dipendenti per TFR "è determinato in conformità alla legislazione vigente", la scrivente ritiene congruo il valore contabile esposto in bilancio di **euro 158.252**. Non si apportano, pertanto, rettifiche al patrimonio netto contabile con riferimento alla voce di cui trattasi.

6.3.3.6. I debiti

L'aggregato "debiti", iscritto nel passivo patrimoniale della Partecipata alla data del 31/12/2020, ammonta a euro 854.793 (cfr. allegato n. 5) e comprende:

- debiti verso soci di euro 30.000;
- acconti di euro 86.908;
- debiti verso fornitori di euro 297.072;
- debiti tributari di euro 83.413;
- debiti verso istituti di previdenza e sicurezza sociale di euro 57.686;
- altri debiti di euro 299.714.

I debiti verso soci, di euro 30.000, sono interamente esigibili entro l'esercizio, poiché presentano, quale data di scadenza, il 31 dicembre 2021.

Gli acconti, di euro 86.908, sono relativi a caparre per euro 78.770 e ad altri acconti per euro 8.138.

I debiti verso i fornitori della Partecipata, come già evidenziato, presentano un valore di bilancio, alla data del 31 dicembre 2020, di euro 297.072.

Si rileva che i debiti risultanti dallo "scadenario passivo" alla medesima data (31 dicembre 2020) sono pari a euro 271.091,69 (cfr. allegato n. 9). Ci è stato comunicato dagli Uffici della Società (cfr. allegato n. 6) che il programma contabile in uso presenta degli errori, auspicabilmente in corso di risoluzione, circa la contabilizzazione del portafoglio fornitori.

I debiti tributari, di euro 83.413, sono costituiti per euro 55.567 da Debiti I.R.E.S., per euro 7.011 da debiti I.V.A., per euro 15.955 da ritenute operate sulle retribuzioni dei dipendenti e per euro 4.880 da ritenute operate sui compensi dei professionisti e collaboratori.

I debiti verso istituti di previdenza e sicurezza sociale, di euro 57.686, comprendono debiti verso I.N.P.S. di euro 54.579 e "altri debiti verso Istituti di previdenza e sicurezza sociale" di euro 3.107.

Gli altri debiti, di euro 299.714, sono esigibili entro l'esercizio per euro 295.768 e oltre l'esercizio per euro 3.946. I debiti esigibili entro l'esercizio sono rappresentati da: debiti verso dipendenti per euro 173.622, debiti verso soci per euro 12.000, debiti verso il Comune di Tolfa per oneri di urbanizzazione rateizzati di euro 108.300 e altri debiti per euro 1.846. I debiti esigibili oltre l'esercizio sono, invece, accesi verso dipendenti o soggetti ad essi assimilati per euro 3.946.

Nessun debito è assistito da garanzia reale.

Tutti i debiti sono iscritti al loro valore nominale.

La scrivente, ritenendo il valore contabile dei debiti congruo e in linea con il valore corrente, stima il valore corrente degli stessi pari a **euro 854.793**. Non si apportano, pertanto, rettifiche al patrimonio netto contabile con riferimento alla voce di cui trattasi.

6.3.4. La stima del patrimonio netto rettificato della Partecipata

Il patrimonio netto rettificato di Tolfa Care s.r.l. alla data del 31/12/2021 è stato stimato applicando il seguente algoritmo:

$$K' = PNC \pm Rettifiche$$

dove:

PNC è il valore del patrimonio netto contabile della Società;

Rettifiche è il valore delle rettifiche derivanti dalle differenze tra valore corrente e valore contabile degli elementi patrimoniali che compongono la situazione patrimoniale della Società, riferita al 31/12/2020.

Il patrimonio netto contabile della Partecipata valutanda ammonta a euro 1.626.694.

Come descritto precedentemente, sono state apportate rettifiche al valore contabile delle attività e delle passività al 01/01/2021 per i seguenti importi:

- rettifica negativa sulle immobilizzazioni immateriali di 1.821 euro;
- rettifica negativa sulle immobilizzazioni materiali di 137 euro
- rettifica positiva per i fabbricati in *leasing* di 3.565.855 euro;

Il totale delle rettifiche è pari a **euro 3.563.897**.

Il patrimonio netto rettificato della Società valutanda, alla data del 31 dicembre 2020, ammonta a **euro 5.190.591** come di seguito evidenziato:

$$K' = PNC \pm Rettifiche$$

$$K' = 1.626.694 + 3.563.897 = 5.190.591 \text{ euro.}$$

Il prospetto che segue rappresenta la situazione patrimoniale della Partecipata, espressa a valori correnti (in euro), alla data del 31 dicembre 2020.

Attivo		Passivo e patrimonio netto	
Immobilizzazioni		K'	5.190.591
<i>Immobilizzazioni immateriali</i>	434.473		
<i>Immobilizzazioni materiali*</i>	3.681.858	Fondi per rischi ed oneri	59.200
Totale immobilizzazioni	4.116.331	Trattamento di fine rapporto	158.252
Attivo circolante		Debiti	854.793
<i>Crediti</i>	698.338		
<i>Disponibilità liquide</i>	1.197.030		
Totale attivo circolante	1.895.368		
Ratei e risconti	251.137		
Totale attivo	6.262.836	Totale passivo e netto	6.262.836

*comprendente dei beni in leasing

6.3.5. La stima della correzione reddituale della Partecipata

Come in precedenza esposto, la correzione reddituale è sommata algebricamente al patrimonio netto rettificato in tutti i casi nei quali il reddito atteso da una Società differisce dal reddito congruo, vale a dire da quell'ammontare di reddito che il patrimonio netto rettificato della Società può generare ad un tasso pari a quello degli investimenti alternativi migliori, tenuto conto del rischio.

La correzione reddituale può essere calcolata mediante il seguente algoritmo:

$$C.R. = (R - i_c K') a_{n \rightarrow i_c}$$

dove:

C.R. è il valore della correzione reddituale;

R è il reddito atteso, considerato costante per tutto il periodo della previsione;

i_c è il tasso di congrua remunerazione del capitale proprio;

K' è il patrimonio netto rettificato;

$i_c K'$ è il reddito congruo;

$a_{n \rightarrow i_c}$ è il valore attuale di una rendita unitaria, costante, posticipata, della durata di n anni, al tasso i_c .

Nel seguito si provvede alla determinazione dei parametri necessari alla stima del valore della correzione reddituale.

Il reddito netto medio atteso è stato fatto pari alla media aritmetica ponderata dei redditi netti normalizzati, espressi in moneta corrente al momento della stima (31.12.2020), degli anni 2018, 2019 e 2020. Poiché ci è stato comunicato dagli Uffici della Società che Tofa Care s.r.l. non ha registrato, negli anni 2018-2020, componenti straordinari ed eccezionali di reddito, il reddito medio normale atteso è stato fatto pari alla media aritmetica ponderata dei redditi di bilancio, opportunamente rivalutati per tenere conto dell'inflazione (cfr. allegato n. 11). Considerato l'effetto negativo della emergenza sanitaria da Covid-19 sui redditi delle imprese, e in particolare delle RSA, è stato attribuito al reddito 2018 un peso pari al 50% e ai redditi degli anni 2019 e 2020 un peso rispettivamente del 20% e del 30%, così come riportato nella tabella seguente.

	2018	2019	2020
Reddito netto	143.716	77.444	119.472
Coefficiente di rivalutazione	1,002	0,997	1
Reddito normalizzato netto in moneta corrente	144.003	77.212	119.472
Peso	0,5	0,2	0,3
Reddito ponderato	72.002	15.442	35.842

Media aritmetica ponderata	123.286
-----------------------------------	----------------

Prof. Simona Arduini

55

Il reddito netto medio costante atteso, espresso in moneta dell'anno 2020, è pari a **euro 123.286**.

Il tasso di congrua remunerazione (i_c) è stato calcolato sommando al *risk free rate* (i_1) – fatto pari al saggio di rendimento netto dei titoli di Stato depurato dell'inflazione attesa – il premio per il rischio (i_2) determinato per il tramite della formula derivata dal *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

In particolare, il valore di i_1 è stato fatto pari alla media aritmetica semplice dei tassi medi di interesse reali al netto di imposte dei titoli decennali del Tesoro in Italia (fonte: MEF).

Al fine di ottenere il tasso nominale netto ($i_{\text{netto-nominale}}$) il tasso medio annuo lordo nominale ($i_{\text{lordo-nominale}}$) è stato inizialmente depurato della componente tributaria (aliquota di imposta sugli interessi su titoli di Stato "t" pari a 12,50%) mediante la seguente formula:

$$i_{\text{netto-nominale}} = i_{\text{lordo-nominale}} (1-t)$$

Il tasso netto nominale ($i_{\text{netto-nominale}}$) è stato, inoltre, depurato della componente inflattiva (tasso di inflazione i_f) mediante la nota formula di Fisher, la quale consente di ottenere il valore del tasso netto reale ($i_{\text{netto-reale}}$):

$$i_{\text{netto-reale}} = (i_{\text{netto-nominale}} - i_f) / (1 + i_f).$$

La tabella che segue sintetizza i calcoli di cui alle formule indicate.

	2018	2019	2020
Tasso medio dei titoli decennali del Tesoro	0,0254	0,0194	0,0128
Imposte	0,125	0,125	0,125
Tasso medio al netto delle imposte	2,22%	1,70%	1,12%
Tasso di inflazione	0,012	0,006	-0,002
Tasso annuo netto reale	1,01%	1,09%	1,32%

Media

1,14%

In definitiva, il valore del tasso i_1 (*risk free rate*) è pari a 1,14%.

Il tasso di remunerazione per il rischio (i_2) è stato, invece, stimato sulla base del metodo derivato dal CAPM, secondo il quale il premio per il rischio è pari al prodotto tra un coefficiente di rischio ("β") e il premio di mercato, vale a dire la differenza tra rendimento medio del mercato azionario e tasso di rendimento dei titoli aventi un rischio tendente a zero ($r_m - i_1$). In formula:

$$i_2 = \beta (r_m - i_1).$$

Il premio di mercato per l'Italia, stimato empiricamente (fonte: Damodaran: Useful Data Sets (nyu.edu)), è pari, alla data del 1 gennaio 2021, a 6,85%.

Il coefficiente beta *unlevered*, atteso che la Partecipata oggetto di valutazione non è quotata, è stato fatto pari a 0,50, vale a dire al coefficiente beta *unlevered* medio di un

campione di n. 45 società europee quotate operanti nel settore “Healthcare Support Services” (fonte: Damodaran: Useful Data Sets (nyu.edu)).

Atteso che la Partecipata non ha significativi debiti di natura finanziaria e, pertanto, ha un rischio finanziario tendenzialmente nullo, il suo coefficiente “beta” totale è stato equato al coefficiente “beta” *unlevered* medio del campione, pari a 0,50.

Il tasso di remunerazione per il rischio (i_2) è pertanto pari a 3,425%, calcolato quale prodotto tra il coefficiente beta *unlevered* (0,50) e il premio di mercato (6,85%).

Ne consegue che il tasso di costo del capitale proprio (i_c), dato dalla somma del tasso di remunerazione degli investimenti privi di rischio e del premio per il rischio, risulta pari a 4,565%, come di seguito illustrato:

$$i_c = i_1 + i_2 = 1,14\% + 3,425\% = \mathbf{4,565\%}.$$

Applicando il tasso di congrua remunerazione (4,565%) al valore del patrimonio netto rettificato ($K'=5.190.591$) si ottiene un valore del reddito congruo pari a **euro 237.019**, superiore al reddito medio atteso, precedentemente calcolato in euro 123.286.

La durata della correzione reddituale è stata fatta pari a 3 anni, periodo mediamente necessario per riportare un'impresa come la Tolfa Care s.r.l. in condizioni di redditività.

Il valore economico della correzione reddituale, calcolato sulla base dei dati sopra determinati, è risultato **negativo** e pari a euro **-239.927**, come si evince dalla seguente formula (in cui i simboli assumono i significati noti):

$$C.R. = (R - i_c K') a_{n-i_c} = (123.286 - 237.019) a_{3-0,04565} = -312.259.$$

6.3.6. La stima del valore economico del capitale di Tolfa Care s.r.l.

Il valore del capitale economico di Tolfa Care con il metodo patrimoniale semplice con correzione reddituale (ottenuto come somma algebrica del valore del patrimonio netto rettificato di euro 5.190.591 e della correzione reddituale negativa di euro -312.259) risulta pari a **euro 4.878.332**, come evidenziato dalla formula che segue:

$$W_{TolfaCare} = K'_{TolfaCare} + C.R._{TolfaCare} = 5.190.591 - 312.259 = \text{euro } 4.878.332.$$

6.3.7. La stima del valore corrente della partecipazione di Crisalide s.r.l. in Tolfa Care s.r.l.

La quota pari al 20,4% del capitale di Tolfa Care s.r.l., detenuta da Crisalide s.r.l., ha pertanto un valore corrente di **euro 995.180**, pari al 20,4% del valore economico complessivo della Partecipata.

6.4. La stima del valore economico del capitale di Crisalide s.r.l. con il metodo patrimoniale semplice

La stima del valore economico del capitale di Crisalide è stata condotta applicando il seguente algoritmo valutativo:

$$W_{\text{Crisalide}} = K'_{\text{Crisalide}} + 20,4\% W_{\text{TolfaCare}}$$

dove:

$W_{\text{Crisalide}}$ è il valore economico complessivo del capitale di Crisalide s.r.l. al 31/12/2020;

$K'_{\text{Crisalide}}$ è il patrimonio netto rettificato di Crisalide s.r.l., stimato escludendo il valore contabile della partecipazione in Tolfa Care s.r.l.;

$W_{\text{TolfaCare}}$ è il valore economico complessivo del capitale di Tolfa Care s.r.l. alla data del 31/12/2020.

Il valore economico di Crisalide alla data del 31/12/2020 ammonta, pertanto, a **euro 985.655**, pari alla somma algebrica del patrimonio netto rettificato di Crisalide s.r.l. (negativo e di euro -9.525) e del valore corrente della partecipazione pari al 20,4% del capitale di Tolfa Care s.r.l. (positivo e di euro 995.180):

$$W_{\text{Crisalide}} = K'_{\text{Crisalide}} + 20,4\% W_{\text{TolfaCare}} = -9.525 + 985.655 = \text{euro } 985.655.$$

6.5. La stima del valore economico della quota pari al 25% del capitale di Crisalide s.r.l.

La quota pari al 25% del capitale di Crisalide s.r.l., detenuta da Società Cooperativa 29 giugno Cooperativa Sociale onlus, ha pertanto un valore economico di **euro 246.414**, pari al 25% del valore economico complessivo di Crisalide s.r.l.:

$$W_{25\% \text{ Crisalide}} = 25\% W_{\text{Crisalide}} = 25\% 985.655 = 246.414 \text{ euro.}$$

7. Conclusioni

La presente Perizia è stata svolta, su incarico del Commissario liquidatore della Società Cooperativa 29 Giugno Cooperativa Sociale onlus, posta in liquidazione coatta amministrativa, il quale intende valutare la possibilità di dismettere la partecipazione della Cooperativa in Crisalide s.r.l., mediante un'operazione di trasferimento a terzi.

Si rileva, in proposito, che Crisalide s.r.l. detiene, a sua volta, una quota pari al 20,4% del capitale di Tolfa Care s.r.l., società che gestisce la struttura di assistenza residenziale per anziani e disabili "Quinta Stella" nel Comune di Tolfa (provincia di Roma).

Ne consegue che la valutazione oggetto della presente Perizia è stata ricompresa nell'ambito del perimetro dell'incarico ricevuto e che il valore a cui la scrivente è giunta a seguito del processo di stima potrà differire dal valore che potrebbe discendere da finalità valutative differenti.

Il valore economico della quota pari al 25% del capitale di Crisalide s.r.l. è stato stimato pari al 25% del valore economico complessivo di Crisalide s.r.l., senza alcuna applicazione di sconti di minoranza. In formula:

$$W_{25\% \text{ Crisalide}} = 25\% W_{\text{Crisalide}}$$

dove:

$W_{25\% \text{ Crisalide}}$ è il valore economico della quota pari al 25% del capitale della Società valutanda al 31/12/2020;

$W_{\text{Crisalide}}$ è il valore economico complessivo del capitale di Crisalide s.r.l. alla data del 31/12/2020.

La scrivente ha ritenuto opportuno applicare, come metodologia di stima di Crisalide s.r.l., il metodo patrimoniale semplice, con valutazione autonoma delle partecipazioni. Il metodo patrimoniale semplice, infatti, consente di effettuare una stima puntuale del valore corrente dei singoli elementi patrimoniali, attivi e passivi, trasferiti. La scrivente, per contro, non ha ritenuto opportuno apportare una correzione reddituale al patrimonio netto rettificato poiché Crisalide s.r.l. è una *holding* pura, la cui attività è limitata alla gestione della partecipazione in Tolfa Care s.r.l. In formula:

$$W_{\text{Crisalide}} = K'_{\text{Crisalide}} + 20,4\% W_{\text{TolfaCare}}$$

dove:

$W_{\text{Crisalide}}$ è il valore economico complessivo del capitale di Crisalide s.r.l. al 31/12/2020;

$K'_{\text{Crisalide}}$ è il patrimonio netto rettificato di Crisalide s.r.l., stimato escludendo il valore contabile della partecipazione in Tolfa Care s.r.l.;

$W_{\text{TolfaCare}}$ è il valore economico complessivo del capitale di Tolfa Care s.r.l. alla data del 31/12/2020.

Anche nel caso della quota pari al 20,4% del capitale di Tolfa Care s.r.l., il suo valore economico è stato fatto pari al 20,4% del valore economico complessivo della Partecipata, senza alcuna applicazione di sconti di minoranza.

Per ragioni di coerenza, il valore economico del capitale di Tolfa Care s.r.l. è stato stimato con la tecnica patrimoniale; in tale situazione, però, trattandosi di Società operativa, è stato necessario operare una correzione reddituale, per tenere conto della differenza tra reddito congruo e reddito atteso della Partecipata. In formula:

$$W_{\text{TolfaCare}} = K'_{\text{TolfaCare}} + C.R._{\text{TolfaCare}}$$

dove:

$W_{\text{TolfaCare}}$ è il valore economico complessivo del capitale di Tolfa Care s.r.l. alla data del 31/12/2020;

$K'_{\text{TolfaCare}}$ è il patrimonio netto rettificato di Tolfa Care s.r.l.;

$C.R._{\text{TolfaCare}}$ è la correzione reddituale di Tolfa Care s.r.l.

Applicando siffatta metodologia di stima, il valore economico della quota pari al 25% del capitale di Crisalide s.r.l. alla data del 31 dicembre 2020 è pari a **euro 246.414.**

Tanto dovevo, per le considerazioni che l'illustrissimo Commissario liquidatore riterrà più opportune.

La presente Relazione è composta di n. 63 pagine di testo, numerate da 1 a 63, e di n. 11 allegati, di seguito elencati, con pagine numerate da 64 a 275.

Roma, 20 dicembre 2021

Prof. Simona Arduini

Elenco allegati:

Allegato n. 1 – Statuto di Crisalide s.r.l.

Allegato n. 2 – Verbale di notifica di dissequestro

Allegato n. 3 – Bilancio dell'esercizio 2020 di Crisalide s.r.l.

Allegato n. 4 – Statuto di Tolfa Care s.r.l.

Allegato n. 5 - Bilancio dell'esercizio 2020 di Tolfa Care s.r.l.

Allegato n. 6 – Informazioni fornite dagli Uffici di Tolfa Care s.r.l.

Allegato n. 7 – Libro cespiti ammortizzabili di Tolfa Care s.r.l. al 31 dicembre 2020.

Allegato n. 8 – Scadenziario clienti di Tolfa Care al 31 dicembre 2020.

Allegato n. 9 – Scadenziario passivo di Tolfa Care al 31 dicembre 2020.

Allegato n. 10 – “Accertamento della proprietà immobiliare urbana” dell'Agenzia del Territorio.

Allegato n. 11 - Conto economico di Tolfa Care s.r.l. degli anni 2018 e 2019.