

**Relazione di stima del valore economico dell'azienda di  
pertinenza della FKT Fisioterapia e Riabilitazione S.r.l. alla data del  
31/12/2022**

**Marzo 2023**

**Prof. Francesco Capalbo, Ph.D.**

*Ordinario di Economia Aziendale, Università degli Studi del Molise  
Dottore di Ricerca in Ragioneria Internazionale  
Membro del Consiglio di Sorveglianza dell'Organismo Italiano di Contabilità (OIC)  
Componente del Comitato Scientifico della "Scuola di Alta Formazione della Corte dei Conti – F. Staderini"  
Dottore Commercialista e Revisore legale*

31/12/2022

|                                                                                                        |           |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1. Introduzione .....</b>                                                                           | <b>4</b>  |
| 1.1. Identità del conferente l'incarico .....                                                          | 4         |
| 1.2. Identità dello stimatore .....                                                                    | 4         |
| 1.2.1. Indipendenza dello stimatore .....                                                              | 4         |
| 1.3. Identità della società proprietaria del ramo di azienda oggetto di valutazione .....              | 4         |
| 1.4. Oggetto e finalità dell'incarico .....                                                            | 5         |
| 1.5. Individuazione dell'azienda oggetto di valutazione .....                                          | 5         |
| 1.6. Data della Valutazione .....                                                                      | 7         |
| 1.7. Restrizioni sull'uso, la distribuzione e la pubblicazione del documento .....                     | 7         |
| 1.8. Ipotesi generali ed assunzioni di base caratterizzanti la valutazione .....                       | 7         |
| <b>2. Fonti informative .....</b>                                                                      | <b>8</b>  |
| 2.1. Accessi in azienda e persone contattate .....                                                     | 8         |
| 2.2. Documentazione utilizzata .....                                                                   | 8         |
| <b>3. Descrizione della società proprietaria del ramo d'azienda oggetto di valutazione () .....</b>    | <b>11</b> |
| 3.1. Costituzione, oggetto sociale e stato attuale della società .....                                 | 11        |
| 3.2. Descrizione dell'assetto proprietario, della struttura organizzativa e dell'attività svolta ..... | 12        |
| 3.2.1. Struttura proprietaria e governance .....                                                       | 12        |
| 3.3. Le tipologie prestazionali offerte dal ramo di azienda oggetto di valutazione <sup>0</sup> .....  | 13        |
| <b>4. Essenziale Analisi del settore .....</b>                                                         | <b>14</b> |
| 4.1. Nascita ed evoluzione del Servizio Sanitario Nazionale (SSN) e Regionale (SSR) .....              | 14        |
| 4.1.1. Analisi del settore delle prestazioni di riabilitazione () .....                                | 17        |
| <b>5. Approccio valutativo: il metodo prescelto .....</b>                                              | <b>20</b> |
| <b>6. Applicazione del metodo di valutazione al caso di specie .....</b>                               | <b>23</b> |
| 6.1. La costruzione del budget pluriennale e la stima dei <i>FCF unlevered</i> .....                   | 23        |
| 6.1.1. La individuazione dell'EBITDA atteso (o FCF operativo) .....                                    | 24        |
| 6.1.1.1 Ricavi .....                                                                                   | 24        |
| 6.1.1.2 Costi esterni .....                                                                            | 25        |
| 6.1.1.3 Costi interni .....                                                                            | 26        |
| 6.1.2. La stima dei Capital Expenditures (CAPEX) .....                                                 | 27        |
| 6.1.3. La stima delle imposte e del FCF unlevered .....                                                | 27        |
| 6.2. La individuazione del tasso di attualizzazione <i>ke</i> .....                                    | 28        |
| 6.3. La stima del Terminal Value .....                                                                 | 29        |
| <b>7. Il valore economico dell'azienda di pertinenza della FKT S.r.l. ....</b>                         | <b>30</b> |
| <b>8. Allegati .....</b>                                                                               | <b>31</b> |

## INDICE DELLE FIGURE

|                                                                                                                                               |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Figura 1 - Capitale sociale della FKT S.r.l. ....                                                                                             | 12 |
| Figura 2 – Strutture sanitarie in Italia per tipologia di assistenza (2020) .....                                                             | 17 |
| Figura 3 - Distribuzione territoriale delle strutture di riabilitazione per regione e per natura (2020) .....                                 | 18 |
| Figura 4 – Dettaglio numero di utenze per servizi di riabilitazione in regime residenziale e semiresidenziale – Regione Campania (2020) ..... | 19 |



Figura 5 - Dettaglio numero di accessi per servizi di riabilitazione in regime ambulatoriale – Regione Campania (2020)  
..... 19

## INDICE DELLE TABELLE

|                                                                                                                                                 |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Tabella 1 - Elenco della documentazione fornita.....                                                                                            | 8  |
| Tabella 2 - Elenco della documentazione autonomamente acquisita.....                                                                            | 10 |
| Tabella 3: <i>Tetti massimi di spesa e numero massimo di prestazioni ex art. 26 L. 833/78 assegnati alla FKT S.r.l. (anni 2020-2022)</i> .....  | 14 |
| Tabella 4 - <i>Tetti massimi di spesa e numero massimo di prestazioni ex art. 44 L. 833/78 assegnati alla FKT S.r.l. (anni 2020-2022)</i> ..... | 14 |
| Tabella 5 – Risultati della Stima dei ricavi attesi.....                                                                                        | 25 |
| Tabella 6 - Risultati della stima dei costi esterni attesi.....                                                                                 | 26 |
| Tabella 7 - Stima del FCF unlevered (2023-2027).....                                                                                            | 27 |
| Tabella 8 - Stima del <i>Terminal Value</i> .....                                                                                               | 29 |
| Tabella 9 - Individuazione del valore economico W.....                                                                                          | 30 |



Prof. Francesco Capalbo  
Centro Direzionale di Napoli, Isola E1  
80143 Napoli  
segreteria@capalboeassociati.com



31/12/2022

## I.1. Identità del conferente l'incarico

Il dott. Francesco Palmieri, curatore della Liquidazione giudiziale n. 1/2022 - FKT Fisioterapia e Riabilitazione S.r.l. (d'ora in poi, anche più semplicemente, "FKT" o "Società") pendente presso il Tribunale di Napoli, ha conferito allo scrivente Prof. Francesco Capalbo l'incarico di elaborare *"una perizia (...) finalizzata ad individuare il perimetro e le componenti dell'azienda di pertinenza della società (...) che più proficuamente possa porsi in vendita (...) e alla stima del suo valore da prendere in considerazione in un'ipotesi di cessione della stessa"* (1).

Il dott. Edmondo Cacace, in qualità di Giudice Delegato della procedura di Liquidazione giudiziale n. 1/2022- FKT Fisioterapia e Riabilitazione S.r.l., ha concesso l'autorizzazione alla nomina in data 15/09/2022.

## I.2. Identità dello stimatore

Il sottoscritto, Prof. Francesco Capalbo, è Professore Ordinario di Economia Aziendale presso l'Università degli Studi del Molise, Dottore di Ricerca in Ragioneria Internazionale, Componente del Comitato Scientifico della Scuola di Alta Formazione della Corte dei conti "F. Staderini", Membro del Consiglio di Sorveglianza dell'Organismo Italiano di Contabilità (OIC). Già professore di *Accounting and Finance* presso la *Macquarie Graduate School of Management* di Sydney (Australia), componente dell'*International Public Sector Accounting Standard Board* (IPSASB, Toronto) nel triennio 2017-2019 e del *Board della International Federation of Accounting* (IFAC Board, New York), è attualmente componente dell'*Academic Advisory Board* dell'IPSASB e Membro della *IPSASB Task Force* sul tema della misurazione e valutazione.

Il sottoscritto è Dottore Commercialista, iscritto alla Sezione A dell'Albo Professionale dell'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Napoli, al n. 6432 – Sezione A, e Revisore Legale, iscritto alla Sezione A del Registro dei Revisori Legali, al n. 94757 ed esercita l'attività professionale presso il proprio studio, ubicato a Napoli (Na), alla Via G. Porzio n. 4 – Centro Direzionale – Isola EI.

### I.2.1. Indipendenza dello stimatore

Lo scrivente dichiara di essere indipendente e di non aver mai avuto rapporti sia con la procedura di Liquidazione giudiziale n. 1/2022 che con la Società *in bonis*, e di non avere alcun interesse diretto o indiretto in eventuali operazioni che li riguardino.

## I.3. Identità della società proprietaria del ramo di azienda oggetto di valutazione

La società a responsabilità limitata FKT Fisioterapia e Riabilitazione – in liquidazione giudiziale, con sede legale in Napoli (Na), alla Via Mattia Preti n. 4, è stata costituita in data 09/06/2010 ed è iscritta nel Registro delle

(1) Autorizzazione nomina perito per stima valore azienda del 14/09/2022, pag. 3.

Imprese di Napoli al numero 06679671211, nonché al Repertorio Economico Amministrativo al n. NA – 831421 (2).

#### 1.4. Oggetto e finalità dell'incarico

L'incarico conferitomi consiste nella elaborazione di una *perizia estimativa* avente ad oggetto il *perimetro* e le *componenti dell'azienda di pertinenza della società (...)* che più proficuamente possa porsi in vendita (i *beni materiali e immateriali che la dovrebbero comporre ed i rapporti e le autorizzazioni che con la stessa si trasferirebbero*) e alla *stima del suo valore da prendere in considerazione in un'ipotesi di cessione della stessa*" (3).

Tale perizia mi è stata commissionata nell'ambito della procedura di liquidazione giudiziale n. 1/2022 ed ha la finalità di definire la *base d'asta* in una procedura ad evidenza pubblica da tenersi per la cessione dell'azienda nello stato di fatto in cui attualmente si trova.

#### 1.5. Individuazione dell'azienda oggetto di valutazione

L'oggetto della presente valutazione è costituito dall'*azienda di pertinenza della Società*, esercitata in due sedi nel quartiere Vomero della città di Napoli, e precisamente:

- unità operativa di *Via Tino di Camaino n. 6*, in cui viene svolta l'attività ambulatoriale di *recupero e rieducazione funzionale FKT* ex. art. 44 legge n. 833/1978;
- unità operativa di *Via Mattia Preti n. 4*, in cui vengono svolte l'attività ambulatoriale di *recupero e rieducazione funzionale FKT* ex. art. 44 legge n. 833/1978 e l'attività di *Centro di riabilitazione* ex art. 26 legge n. 833/1978, anche attraverso servizi domiciliari (4).

Il Curatore ha precisato nella istanza di autorizzazione per il conferimento dell'incarico che "*seppure le due citate sedi siano caratterizzate da autonome autorizzazioni e convenzioni, con separate direzioni sanitarie, l'azienda della società in liquidazione giudiziale vada valutata unitariamente senza distinzioni di rami aziendali; ciò in ragione delle interrelazioni tra le attività autorizzate e tra le sedi in cui sono svolte*" (5).

In ragione di quanto affermato nell'istanza, l'azienda oggetto di valutazione "*andrebbe quindi a comporsi dei beni mobili presenti nelle due sedi della società organizzati per l'esercizio dell'impresa e soprattutto (per valore) del trasferimento all'eventuale acquirente delle licenze e delle autorizzazioni all'esercizio dell'attività (ivi incluse le convenzioni in corso con l'ASL)*" (6). Il curatore precisa poi che "*con l'azienda andrebbero altresì trasferiti altri contratti, tra cui quelli locativi, nonché la forza lavoro*" (7). Più semplicemente, anche in ragione delle analisi già svolte dalla curatela, gli elementi che compongono l'azienda oggetto di valutazione possono essere così classificati:

- a) fattori produttivi materiali funzionali allo svolgimento dell'attività;

(2) Informazioni tratte dalla Visura camerale storica della Società, estratta in data 21/09/2022.

(3) Autorizzazione nomina perito per stima valore azienda del 14/09/2022, pag. 3.

(4) Informazioni tratte dall'autorizzazione nomina perito per stima valore azienda del 14/09/2022.

(5) Autorizzazione nomina perito per stima valore azienda del 14/09/2022, pag. 2.

(6) Autorizzazione nomina perito per stima valore azienda del 14/09/2022, pag. 2.

(7) Autorizzazione nomina perito per stima valore azienda del 14/09/2022, pag. 2.



31/12/2022



b) autorizzazioni sanitarie ed accreditamenti istituzionali definitivi;

c) rapporti contrattuali in essere e contratti di lavoro.

Con riferimento a quanto *sub a)*, la curatela ha proceduto alle operazioni di inventariazione di cui all'articolo 195 del Codice della Crisi e dell'Insolvenza (CCI), fornendo al sottoscritto un elenco dei beni rinvenuti presso le sedi operative, con la indicazione del più probabile valore di realizzo diretto (*Allegato n. 1*).

Con riferimento a quanto *sub b)*, la Società dispone sia delle autorizzazioni sanitarie rilasciate dal Comune di Napoli per ciascuna delle unità operative, di cui la curatela ha fornito copia al sottoscritto (*Allegato n. 2*), sia degli accreditamenti istituzionali definitivi per ogni tipologia di attività sanitaria svolta.

Con riferimento a quanto *sub c)*, allo stato, la società ha rapporti di lavoro subordinato con 33 dipendenti e rapporti di consulenza con 16 professionisti sanitari. In ragione della storicità e della produttività dei rapporti di consulenza professionale, è ragionevole assumere che la curatela provveda all'assunzione diretta di n. 5 figure tra quelle ad oggi presenti nel corso dell'anno 2023. Sul punto, la curatela ha fornito un elenco in formato excel (*Allegato n. 3*). La società è altresì titolare di contratti di locazione commerciale funzionali all'esercizio dell'attività, tutti consegnati al sottoscritto (*Allegato n. 4*), ovvero:

- per la sede operativa di Via Mattia Preti, la società dispone di:
  - Contratto di locazione commerciale stipulato con il [REDACTED] in data 03/11/2014, relativo al solo piano terra dell'immobile e registrato in data 05/11/2014 presso l'Agenzia delle Entrate - Ufficio Territoriale di Napoli [REDACTED] <sup>(8)</sup>;
  - Contratto di locazione di bene immobile ad uso non abitativo stipulato con il [REDACTED] in data 04/03/2020, relativo al primo piano dell'immobile e registrato in data 29/03/2016 presso l'Agenzia delle Entrate - Ufficio Territoriale di Napoli [REDACTED] <sup>(9)</sup>.
- per la sede operativa di Via Tino da Camaino, la società dispone di:
  - Contratto di locazione commerciale stipulato con [REDACTED] in data 07/07/2000, relativo al piano rialzato dell'immobile <sup>(10)</sup>;
  - Contratto di locazione commerciale ad uso deposito/archivio stipulato con la società [REDACTED] in data 23/03/2016, relativo al locale - cantina dell'immobile e registrato in data 29/03/2016 presso l'Agenzia delle Entrate - Ufficio Territoriale di Napoli [REDACTED]

<sup>(8)</sup> [REDACTED] sono subentrati la [REDACTED] ed altri eredi in virtù di un accordo di Subentro nel contratto del 03/11/2014 per morte del Concedente, stipulato in data 16/11/2020.

<sup>(9)</sup> [REDACTED] è subentrata la società [REDACTED] che ha comunicato il subentro alla FKT a mezzo pec in data 08/11/2021.

<sup>(10)</sup> Invero, il contratto di locazione è stato stipulato dalla società [REDACTED] che ha poi ceduto tale contratto nell'ambito del ramo d'azienda trasferito alla FKT S.r.l. in data 11/02/2013 con atto a rogito notaio [REDACTED] (*Allegato n. 5*). Da tale atto si apprende che il contratto è stato registrato all'Agenzia delle Entrate di Napoli il 20 luglio 2000 al n. 25575.



## 1.6. Data della Valutazione

L'incarico conferitomi non specifica la data della valutazione che, anche in considerazione dello stato della procedura di liquidazione, si ritiene opportuno fissare al **31/12/2022**.

## 1.7. Restrizioni sull'uso, la distribuzione e la pubblicazione del documento

È bene ricordare che qualsiasi valutazione è pur sempre un lavoro di stima e la stima del valore presentata è valida solo per le finalità stabilite e per la data a cui la valutazione si riferisce, e tanto non deve mai essere trascurato da chi la utilizza. Per la medesima ragione, la valutazione si posa inevitabilmente su una serie di ipotesi e di assunzioni di base che ne definiscono la portata e ne individuano le variabili che, sfuggendo alla prevedibilità del valutatore, sono definite dall'inizio ed assunte come condizioni date. Il successivo paragrafo definisce ed illustra tali ipotesi ed assunzioni di base, circoscrivendo così il significato e la utilizzabilità dei risultati proposti nella presente analisi.

Si precisa che l'incarico è stato svolto sulla base della documentazione che ci è stata fornita e che è puntualmente elencata nel successivo paragrafo 2.2. La documentazione fornita si assume come conforme all'originale e non oggetto di manipolazione. Si precisa, inoltre, che l'incarico non prevede attività di revisione contabile e pertanto i dati contabili che ci sono stati forniti sono stati assunti come affidabili e privi di errori rilevanti.

In caso di successiva emersione di documentazione rilevante che non sia stata posta all'attenzione dello stimatore, il risultato cui si giunge non potrà essere considerato come una idonea base da impiegare per lo svolgimento di una procedura di vendita.

## 1.8. Ipotesi generali ed assunzioni di base caratterizzanti la valutazione

Per lo svolgimento del presente lavoro si sono assunte le seguenti ipotesi generali:

- a) **Affidabilità dei documenti storici forniti.** I documenti forniti sono tutti assunti come: a) conformi agli originali; b) attendibili; c) completi; d) corretti; e) corrispondenti al vero; f) non fuorvianti.
- b) **Riferimento esclusivo all'azienda oggetto di analisi.** La valutazione ha ad oggetto esclusivamente l'azienda di pertinenza della *FKT Fisioterapia e Riabilitazione – in liquidazione giudiziale*, individuata in ragione delle specifiche fornite nella istanza di autorizzazione al conferimento dell'incarico.
- c) **Mantenimento dell'accreditamento istituzionale definitivo di cui all'art. I, comma 237-quater della L.R. n. 4/2011 e ss.mm.ii..** La presente valutazione assume che l'azienda oggetto di valutazione mantenga gli accreditamenti definitivi, senza i quali non avrebbe la possibilità di svolgere le *Attività ambulatoriali di recupero e rieducazione funzionale FKT* ex art. 44 legge n. 833/1978 e di *Centro di riabilitazione* ex art. 26 legge n. 833/1978, in convenzione con il Servizio Sanitario Nazionale (SSN).
- d) **Invarianza del tetto di spesa e del volume di prestazioni massime previsti dai contratti di struttura.** La presente valutazione assume che le condizioni sia economiche sia quantitative alle quali l'azienda oggetto di analisi sottoscriverà i contratti per l'acquisto di prestazioni di *Centro di*

31/12/2022

riabilitazione ex art. 26 legge 833/1978 e di Riabilitazione FKT ex art. 44 legge 833/1978, per le annualità a partire dal 2023, siano le medesime di quelle previste dagli schemi di contratto sottoscritti con la Azienda Sanitaria Locale di Napoli 1 Centro per le prestazioni relative all'anno 2022, ovvero:

- i. per l'unità operativa di *Via Mattia Preti*, si farà riferimento ai contratti sottoscritti in data 27/01/2023 (Art. 26) ed in data 14/12/2022 (Art. 44);
- ii. per l'unità operativa di *Via Tino da Camaino*, si farà riferimento al contratto sottoscritto in data 14/12/2022 (art. 44).

- e) **Mantenimento del titolo di possesso degli immobili strumentali allo svolgimento dell'attività.** La presente valutazione assume che l'azienda mantenga il possesso degli immobili strumentali alle medesime condizioni contrattuali attualmente in vigore, anche oltre la scadenza degli attuali contratti di locazione.

Il venir meno anche di una sola delle ipotesi generali di cui sopra, renderà inattendibile la presente valutazione o comunque implicherà la necessità di adattamenti e adeguamenti.

## 2. Fonti informative

### 2.1. Accessi in azienda e persone contattate

Ai fini della raccolta dei dati e della risoluzione di alcuni dubbi interpretativi, il gruppo di lavoro da me coordinato ha tenuto una intensa corrispondenza elettronica e telefonica con la struttura amministrativa della FKT, ed in particolare con:

- a) Il dott. Francesco Palmieri, curatore della Liquidazione giudiziale n. 1/2022- FKT Fisioterapia e Riabilitazione S.r.l.;
- b) La [REDACTED] responsabile amministrativa e direttrice sanitaria dell'unità operativa di *Via Mattia Preti*;
- c) La [REDACTED] responsabile amministrativa e direttrice sanitaria dell'unità operativa di *Via Tino da Camaino*;
- d) Il [REDACTED] dipendente amministrativo della Società ed operativo presso l'unità operativa di *Via Mattia Preti*.

Si sono compiuti inoltre specifici accessi tanto presso la sede di *Via Mattia Preti* quanto presso la sede di *Via Tino da Camaino*.

### 2.2. Documentazione utilizzata

Ai fini della redazione della presente relazione di stima, sono stati forniti i documenti riportati nella seguente tabella:

**Tabella 1 - Elenco della documentazione fornita**

|                                                                                                                                                               |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>Situazioni patrimoniali ed economiche della FKT relativi agli esercizi 2016, 2017, 2018, 2019, 2020 e 2021;</li> </ul> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>Situazioni economiche "rielaborate" della FKT relative agli esercizi 2021 e 2022;</li> </ul>                           |



|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| • Contro economico relativo all'anno 2022 "rielaborato" con la distinzione dei periodi pre e post liquidazione giudiziale                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| • Lista movimenti del periodo 10/05/2022-08/08/2022, relativa al conto corrente bancario n. 1999 intestato alla FKT ed accesso presso la Banca di Credito Cooperativo di Napoli;                                                                                                                                                                                                                                                                |
| • Lista movimenti del periodo 10/05/2022-08/08/2022, relativa al conto corrente bancario n. 1999 intestato alla FKT ed accesso presso la Banca di Credito Cooperativo di Napoli;                                                                                                                                                                                                                                                                |
| • Lista movimenti del periodo 12/05/2022-10/08/2022, relativa al conto corrente bancario n. 6547 intestato alla FKT ed accesso presso la Banca di Credito Cooperativo di Napoli;                                                                                                                                                                                                                                                                |
| • Libro giornale della FKT relativo alle annualità 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021 e 2022 (aggiornato alla data del 04/08/2022);                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| • Libro inventari della FKT relativo alle annualità 2016, 2017 e 2018 in formato word;                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| • Schede contabili della FKT relative alle annualità 2016, 2017, 2018, 2019, 2020 e 2021;                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| • Scheda contabile n. 1999 - CONTO CORRENTE BCC N. 1999, relativa all'annualità 2022 ed aggiornata alla data del 08/08/2022;                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| • Scheda contabile n. 6547 - CONTO CORRENTE BCC N. 6547, relativa all'annualità 2022 ed aggiornata alla data del 08/08/2022;                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| • Scheda contabile n. 130500 - CASSA, relativa all'annualità 2022 ed aggiornata alla data del 04/08/2022;                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| • Registri IVA vendite della FKT relativi alle annualità 2016, 2017, 2018, 2020, 2021 e 2022 (aggiornato al 04/08/2022);                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| • Registri IVA acquisti della FKT relativi alle annualità 2016, 2017, 2018, 2020, 2021 e 2022 (aggiornato al 04/08/2022);                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| • Prospetto contabile del personale della FKT, relativo alla mensilità di luglio 2022;                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| • L.U.L. del personale dipendente della FKT, relativo alla mensilità di luglio 2022;                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| • Modelli di pagamento F24 versati dalla FKT in data 22/08/2022 e relativi alle ritenute fiscali e previdenziali maturate sugli stipendi di luglio 2022;                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| • Elenco in formato excel dei compensi corrisposti ai professionisti sanitari per le prestazioni erogate alla FKT nel mese di luglio 2022;                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| • Elenco in formato excel del personale dipendente e dei collaboratori autonomi in forza alla FKT.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| • Autorizzazione sanitaria n. 08 rilasciata dal Comune di Napoli il 20/01/2015, relativa alla sede operativa di Napoli (Na), alla Via Mattia Preti n. 4;                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| • Autorizzazione sanitaria n. 64 rilasciata dal Comune di Napoli il 10/06/2013, relativa alla sede operativa di Napoli (Na), alla Via Tino da Camaino n. 6;                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| • Sentenza n. 90/2022 del 04/08/2022 di apertura della Liquidazione giudiziale n. 1/2022, emessa dal Tribunale di Napoli;                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| • Contratto stipulato tra la Società FKT Fisioterapia e Riabilitazione S.r.l. e la Azienda Sanitaria Locale Napoli 1 Centro in data 11/05/2021, e redatto in conformità alla Delibera di Giunta Regionale n. 92 del 09/03/2021, per regolare i volumi di prestazioni ed il tetto di spesa relativi alla macroarea della riabilitazione ex. art. 26 della L. 833/78 nell'annualità 2020;                                                         |
| • Contratto stipulato tra la Società FKT Fisioterapia e Riabilitazione S.r.l. e la Azienda Sanitaria Locale Napoli 1 Centro in data 09/10/2020, e redatto in conformità al DCA n. 10 del 17/01/2020, per regolare i volumi di prestazioni ed il tetto di spesa relativi alla cd. Riabilitazione ex. art. 44 della L. 833/78 nell'annualità 2020, specificamente per la sede di Via Mattia Preti (cod. reg. 480210);                             |
| • Contratto stipulato tra la Società FKT Fisioterapia e Riabilitazione S.r.l. e la Azienda Sanitaria Locale Napoli 1 Centro in data 09/10/2020, e redatto in conformità al DCA n. 10 del 17/01/2020, per regolare i volumi di prestazioni ed il tetto di spesa relativi alla cd. Riabilitazione ex. art. 44 della L. 833/78 nell'annualità 2020, specificamente per la sede di Via Tino da Camaino (cod. reg. 470176);                          |
| • Contratto stipulato tra la Società FKT Fisioterapia e Riabilitazione S.r.l. e la Azienda Sanitaria Locale Napoli 1 Centro in data 07/04/2022, e redatto in conformità alla Delibera di Giunta Regionale n. 532 del 30/11/2021, per regolare i volumi di prestazioni ed il tetto di spesa relativi alla macroarea della riabilitazione ex. art. 26 della L. 833/78 nell'annualità 2021;                                                        |
| • Contratto stipulato tra la Società FKT Fisioterapia e Riabilitazione S.r.l. e la Azienda Sanitaria Locale Napoli 1 Centro in data 04/11/2021, e redatto in conformità al Decreto Direttoriale n. 314 del 01/09/2021, per regolare i volumi di prestazioni ed il tetto di spesa relativi alla cd. Riabilitazione ex. art. 44 della L. 833/78 nell'annualità 2021, specificamente per la sede di Via Mattia Preti (cod. reg. 480210);           |
| • Contratto stipulato tra la Società FKT Fisioterapia e Riabilitazione S.r.l. e la Azienda Sanitaria Locale Napoli 1 Centro in data 04/11/2021, per regolare i volumi di prestazioni ed il tetto di spesa relativi alla cd. Riabilitazione ex. art. 44 della L. 833/78 nell'annualità 2021, specificamente per la sede di Via Tino da Camaino (cod. reg. 470176);                                                                               |
| • Contratto stipulato tra la Società FKT Fisioterapia e Riabilitazione S.r.l. e la Azienda Sanitaria Locale Napoli 1 Centro in data 14/12/2022, e redatto in conformità alla Delibera di Giunta Regionale n. 599 del 28/12/2021, per regolare i volumi di prestazioni ed il tetto di spesa relativi alla cd. Riabilitazione ex. art. 44 della L. 833/78 nell'annualità 2022, specificamente per la sede di Via Mattia Preti (cod. reg. 480210); |
| • Contratto stipulato tra la Società FKT Fisioterapia e Riabilitazione S.r.l. e la Azienda Sanitaria Locale Napoli 1 Centro in data 14/12/2022, e redatto in conformità alla Delibera di Giunta Regionale n. 599 del 28/12/2021, per regolare i volumi di                                                                                                                                                                                       |

31/12/2022

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| prestazioni ed il tetto di spesa relativi alla cd. Riabilitazione ex. art. 44 della L. 833/78 nell'annualità 2022, specificamente per la sede di <i>Via Tino da Camaino</i> (cod. reg. 470176);                                                                                                                                                                                                        |
| • Contratto stipulato tra la Società <i>FKT Fisioterapia e Riabilitazione S.r.l.</i> e la <i>Azienda Sanitaria Locale Napoli I Centro</i> in data 27/01/2023, e redatto in conformità alla Delibera di Giunta Regionale n. 349 del 07/07/2022, per regolare i volumi di prestazioni ed il tetto di spesa relativi alla macroarea della riabilitazione ex. art. 26 della L. 833/78 nell'annualità 2022; |
| • Contratto di locazione commerciale stipulato con [REDACTED] in data 07/07/2000, relativo all'immobile sito in Napoli (Na), alla <i>Via Tino da Camaino</i> n. 6;                                                                                                                                                                                                                                     |
| • Contratto di locazione commerciale stipulato con il [REDACTED] in data 03/11/2011, relativo al piano terra dell'immobile sito in Napoli (Na), alla <i>Via Mattia Preti</i> n. 4, registrato in data 05/11/2014 presso l'Agenzia delle Entrate - Ufficio Territoriale di Napoli [REDACTED];                                                                                                           |
| • Contratto di locazione commerciale ad uso deposito/archivio stipulato con la società [REDACTED] in data 23/03/2016, relativo al locale - cantina sito in Napoli (Na), alla <i>Via Tino da Camaino</i> n. 6, registrato in data 29/03/2016 presso l'Agenzia delle Entrate - Ufficio Territoriale di Napoli [REDACTED];                                                                                |
| • Contratto di locazione di bene immobile ad uso non abitativo stipulato con il [REDACTED] in data 04/03/2020, relativo al primo piano dell'immobile sito in Napoli (Na), alla <i>Via Mattia Preti</i> n. 4, registrato in data 29/03/2016 presso l'Agenzia delle Entrate - Ufficio Territoriale di Napoli a [REDACTED];                                                                               |
| • Accordo di Subentro nel contratto del 03/11/2020 per morte del Concedente [REDACTED], stipulato con la Sig.ra [REDACTED] ed altri eredi in data 16/11/2020;                                                                                                                                                                                                                                          |
| • Comunicazione a mezzo pec di subentro nel contratto stipulato in data 04/03/2020 con il [REDACTED] ricevuta dalla società [REDACTED] in data 08/11/2021;                                                                                                                                                                                                                                             |
| • Contratto di cessione di ramo d'azienda stipulato tra [REDACTED] e la <i>FKT Fisioterapia e Riabilitazione S.r.l.</i> in data 11/02/2013, con atto a rogito notaio dott. [REDACTED];                                                                                                                                                                                                                 |
| • Elenco in formato excel del personale dipendente e libero-professionale della " <i>FKT Fisioterapia e Riabilitazione S.r.l.</i> " direttamente associabile all'azienda oggetto della presente valutazione.                                                                                                                                                                                           |
| • Visura Camerale Storica del <i>FKT Fisioterapia e Riabilitazione S.r.l.</i> estratta in data del 21/09/2022.                                                                                                                                                                                                                                                                                         |

Il sottoscritto ha autonomamente acquisito i bilanci di esercizio della *FKT* relativi alle annualità 2016, 2018 e 2019 ed ha constatato che, ad oggi, non risultano depositati i bilanci di esercizio 2020 e 2021, nonché il bilancio 2017. Il sottoscritto ha altresì consultato la seguente documentazione:

**Tabella 2 - Elenco della documentazione autonomamente acquisita**

|                                                                                                     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| • Delibera del Direttore Generale della ASL Napoli I Centro n. 1237 del 06/08/2013 <sup>(1)</sup> ; |
| • Delibera del Direttore Generale della ASL Napoli I Centro n. 1238 del 06/08/2013 <sup>(2)</sup> ; |
| • Deliberazione dell'ASL Napoli I Centro n. 2222 del 20/12/2013 <sup>(3)</sup> ;                    |
| • Deliberazione dell'ASL Napoli I Centro n. 2223 del 20/12/2013 <sup>(4)</sup> ;                    |
| • Delibera della Giunta della Regione Campania n. 92 del 09/03/2021 <sup>(5)</sup> ;                |

<sup>(1)</sup> Il documento ha ad oggetto la presa d'atto del nuovo Decreto Sindacale n. 58 del 03/06/2013 rilasciato a seguito di cessione di ramo d'azienda, da [REDACTED] *FKT Fisioterapia e Riabilitazione S.r.l.*, autorizzato (in provvisorio accreditamento) all'esercizio di struttura sanitaria erogante prestazioni di riabilitazione in regime ambulatoriale e domiciliare sita in Napoli via *Mattia Preti* n. 4

<sup>(2)</sup> Il documento ha ad oggetto la presa d'atto del nuovo Decreto Sindacale n. 64 del 10/06/2013 rilasciato a seguito di cessione di ramo d'azienda, da [REDACTED] *FKT Fisioterapia e Riabilitazione S.r.l.*, autorizzato (in provvisorio accreditamento) all'esercizio di struttura sanitaria erogante prestazioni specialistiche mediche di classe I – Terapia fisica sita in Napoli via *Tino da Camaino* n. 6.

<sup>(3)</sup> Il documento ha ad oggetto l'attestazione del possesso dei requisiti ulteriori per l'accreditamento istituzionale della struttura *FKT Fisioterapia e riabilitazione S.r.l.* con sede operativa in *Via Mattia Preti* n. 4, con riferimento all'attività di "*Riabilitazione (art. 26)*".

<sup>(4)</sup> Il documento ha ad oggetto l'attestazione del possesso dei requisiti ulteriori per l'accreditamento istituzionale della struttura *FKT Fisioterapia e riabilitazione S.r.l.* con sede operativa in *Via Tino da Camaino* n. 6, con riferimento all'attività di "*Recupero e rieducazione funzionale FKT (art. 44)*".

<sup>(5)</sup> Il documento ha ad oggetto la "*definizione per gli esercizi 2020 e 2021 dei limiti prestazionali e di spesa e dei relativi contratti con gli erogatori privati per regolare i volumi e le tipologie delle prestazioni di assistenza sanitaria afferenti alla macroarea della riabilitazione ex artt. 26 legge 833/78*".

|                                                                                                     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| • Delibera della Giunta della Regione Campania n. 532 del 30/11/2021 <sup>(16)</sup> ;              |
| • Delibera della Giunta della Regione Campania n. 450 del 03/08/2020 <sup>(17)</sup> ;              |
| • Delibera della Giunta della Regione Campania n. 354 del 04/08/2021 <sup>(18)</sup> ;              |
| • Delibera del Direttore generale della ASL Napoli I Centro n. 309 del 23/02/2022 <sup>(19)</sup> ; |
| • Delibera del Direttore generale della ASL Napoli I Centro n. 563 del 26/04/2021 <sup>(20)</sup> ; |
| • Delibera del Direttore generale della ASL Napoli I Centro n. 121 del 06/02/2020 <sup>(21)</sup> ; |

### 3. Descrizione della società proprietaria del ramo d'azienda oggetto di valutazione <sup>(22)</sup>

#### 3.1. Costituzione, oggetto sociale e stato attuale della società

La società proprietaria dell'azienda oggetto di valutazione è stata costituita in data 09/06/2010 ed ha il seguente oggetto sociale:

|    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|----|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| A) | <i>L'attività di prestazione di servizi consistente nella organizzazione e gestione di tutti i mezzi e di tutte le strutture, anche umane, destinate all'esercizio, da parte di persone regolarmente abilitate, delle professioni parasanitarie nell'ambito delle prestazioni infermieristiche, di rieducazione fisica di soggetti che abbiano subito traumi ortopedici o chirurgici, di riabilitazione, di interventi di fisioterapia o di altre terapie legate a tecniche di massaggio fisico o mediante l'impiego e l'ausilio di apparecchiature elettromedicali, di rieducazione psico-sensoriale, di terapie del linguaggio, di ortottica, di ginnastiche mediche e correttive, di guida all'uso di protesi, di educazione e guida dei soggetti handicappati, delle loro famiglie e delle persone interessate all'uso di tecniche di rieducazione fisica, psichica e sensoriale realizzabili autonomamente, il tutto in regime extra-ospedaliero ambulatoriale e/o domiciliare e/o di internato e seminternato, da svolgere sia nei confronti di soggetti privati (non convenzionati) sia nei confronti di soggetti convenzionati per conto di enti pubblici, statali, regionali, parastatali, comunali, mutualistici ed assistenziali;</i> |
| B) | <i>L'attività di approntamento ed organizzazione delle strutture materiali, degli impianti, delle attrezzature e degli strumenti, funzionali allo svolgimento della professione medico-chirurgica privata, relativamente al settore della medicina radiologica, cardiologica e patologia clinica, da mettere a disposizione, secondo le regole del mercato, dei medici-professionisti che intendano avvalersene per l'esercizio della propria attività; il tutto con esclusione dell'esercizio in proprio dell'attività professionale medico-sanitaria e di qualsiasi attività comunque riferibile alla gestione dell'incarico professionale e all'esecuzione della prestazione medica che si intende comunque riservata e che, pertanto, potrà e dovrà essere personalmente svolta da coloro che, a norma delle vigenti leggi, siano medici legalmente abilitati ed iscritti nell'apposito albo professionale, con diretta ed autonoma offerta delle proprie prestazioni professionali, alle quali la società resta totalmente estranea.</i>                                                                                                                                                                                                    |

*Tali attività potranno avere annessa l'attività di ristorazione nei confronti dei pazienti. Tali attività saranno svolte nel quadro dei programmi terapeutico-riabilitativi di cui all'art. 3 Legge Regionale Campania n. 11 del 15 marzo 1984, e successive modifiche ed integrazioni, nonché su richiesta degli altri servizi e strutture dell'azienda sanitaria locale. La Società potrà altresì gestire strutture residenziali nelle quali sia garantita l'assistenza durante l'arco delle 24 (ventiquattro) ore, dunque in regime di internato, in tutti i casi di necessità di assistenza continuativa di utenti portatori di handicap psicofisici connessi con l'impossibilità permanente o temporanea della presa in carico nel nucleo familiare o comunque a domicilio. Il tutto nel rispetto e nei limiti delle normative vigenti in materia. La*

<sup>(16)</sup> Il documento ha ad oggetto: "adeguamento dei limiti di spesa per l'anno 2021 di cui alla dgrc 92/2021 e s.m.i. per la macroarea della riabilitazione territoriale ex art. 26 legge 833/78".

<sup>(17)</sup> Il documento ha ad oggetto i "Limiti di spesa assegnati agli erogatori privati di prestazioni assistenza specialistica ambulatoriale: aggiornamento della programmazione per l'esercizio 2020".

<sup>(18)</sup> Il documento ha ad oggetto la "Definizione dei limiti di spesa assegnati agli erogatori privati di prestazioni di assistenza specialistica ambulatoriale per l'esercizio 2021 e, in via provvisoria, per l'esercizio 2022, e autorizzazione alle ASL per la stipula di contratti integrativi per l'esercizio 2021 ai sensi dell'art. 26, commi 2 e 3, del decreto-legge 25 maggio 2021 n. 73, convertito con modifiche dalla legge 23 luglio 2021 n. 106".

<sup>(19)</sup> Il documento ha ad oggetto la "conferma, in attesa di determinazioni regionali, dei tetti di struttura 2021 attribuiti ai centri di Riabilitazione accreditati operanti ex art. 26 L. 833/78, in ottemperanza alla D.G.R.C. n. 532 del 30/11/2021, con la delibera n. 1847 del 31/12/2021".

<sup>(20)</sup> Il documento ha ad oggetto la "attribuzione, in ottemperanza alla D.G.R.C. n. 92 del 9/3/2021, dei tetti di struttura per l'anno 2020 dei centri di Riabilitazione accreditati operanti ex art. 26 L. 833/78".

<sup>(21)</sup> Il documento ha ad oggetto "Attività riabilitativa ambulatori di Medicina Fisica e Riabilitazione accreditati operanti ex art. 44 L. 833/78: determinazione dei tetti di spesa per gli anni 2019 e 2020 in ottemperanza al DCA n. 10 del 17/11/2020 del Commissario ad Acta per la Prosecuzione del Piano di Rientro del Settore Sanitario e conseguente modifica della delibera n. 47 del 24/11/2020".

<sup>(22)</sup> I dati riportati nel presente paragrafo sono estratti dalla Visura camerale storica della FKT estratta in data 21/09/2022.

31/12/2022

ASTE  
GIUDIZIARIE®

ASTE  
GIUDIZIARIE®

Società potrà svolgere ogni attività affine, connessa o complementare alle precedenti, fermo restando che le attività predette non potranno essere esercitate contemporaneamente ove sussistano incompatibilità fissate dalla legge. La Società potrà compiere tutte le operazioni ed atti consentiti dalla legge per il conseguimento degli scopi sociali e potrà svolgere tutte le operazioni commerciali, industriali, mobiliari, immobiliari necessarie o utili per il conseguimento dei fini sociali e finanziarie esclusivamente al fine di realizzare l'oggetto sociale, non nei confronti del pubblico e nel rispetto del T.U. della legge bancaria. La Società, nei limiti consentiti dalla legge, può anche assumere, sia direttamente sia indirettamente, partecipazioni in altre società, imprese o consorzi, nonché prendere e/o concedere in affitto aziende.

Dopo circa tre anni, e precisamente in data 11/02/2013, con atto a rogito notaio [REDACTED] la società acquista dalla [REDACTED] il "ramo d'azienda avente ad oggetto attività specialistica ambulatoriale, ai sensi dell'art. 26 e 44 della Legge 833/78 corrente in Napoli rispettivamente alla Via Mattia Preti n. 4 ed alla Via Tino da Camaino n. 6" <sup>(23)</sup>.

In data 26/01/2022, il Tribunale di Napoli ha nominato l'Avv. Pasquale Prisco, nella qualità di Amministratore giudiziario della Società, con provvedimento n. 5797/2020.

In data 05/08/2022, la Sezione Fallimentare del Tribunale di Napoli ha dichiarato l'apertura della liquidazione giudiziale della FKT Fisioterapia e Riabilitazione S.r.l., con sentenza n. 90/2022, nominando Giudice Delegato della procedura il dott. Edmondo Cacace e curatore il dott. Francesco Palmieri. Nella medesima sentenza, il Tribunale ha autorizzato anche l'esercizio provvisorio del ramo d'azienda di proprietà della Società.

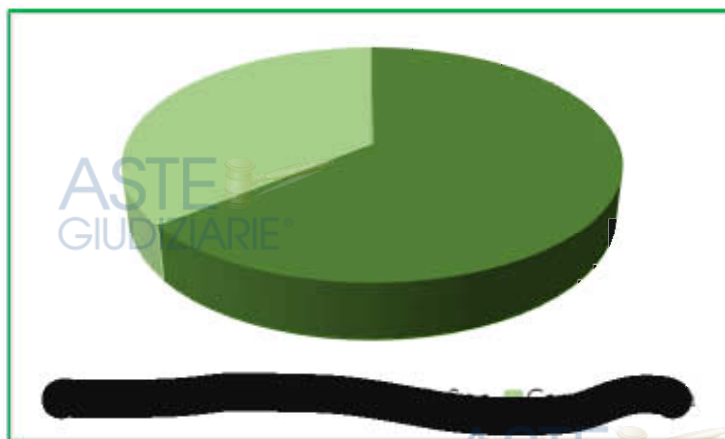
### 3.2. Descrizione dell'assetto proprietario, della struttura organizzativa e dell'attività svolta

#### 3.2.1. Struttura proprietaria e governance

Il capitale sociale della FKT Fisioterapia e Riabilitazione S.r.l., interamente versato, è pari ad € 10.000 e risulta sottoscritto dai seguenti soggetti:

- [REDACTED] per una quota nominale di € 6.400,00, pari al 64% del capitale.
- [REDACTED] per una quota nominale di € 3.600,00, pari al 36% del capitale.

Figura 1 - Capitale sociale della FKT S.r.l.



Fonte: Visura camerale storica della FKT S.r.l.

<sup>(23)</sup> Informazioni tratte dal contratto di cessione ramo d'azienda [REDACTED]



Quanto alla *governance*, a far data dal 05/08/2022, la FKT Fisioterapia e Riabilitazione S.r.l. è gestita dal curatore fallimentare dott. Francesco Palmieri. Precedentemente, a partire dal 26/01/2022, il Tribunale di Napoli aveva nominato un Amministratore giudiziario nella persona dell'Avv. Pasquale Prisco con durata dell'incarico a tempo indeterminato.

Fino a quella data, la società era gestita da un Amministratore Unico, [REDACTED] nominato dai soci con atto del 01/08/2012 e con durata dell'incarico a tempo indeterminato.

La società non è dotata di organo di controllo, né del revisore legale dei conti.

### 3.3. Le tipologie prestazionali offerte dal ramo di azienda oggetto di valutazione <sup>(24)</sup>

L'azienda oggetto di valutazione eroga, attraverso le unità operative indicate in precedenza, le seguenti prestazioni sanitarie:

- i. **Prestazioni sanitarie dirette al recupero funzionale e sociale dei soggetti affetti da minorazioni fisiche, psichiche o sensoriali** (o anche Attività di Centri di riabilitazione ex. Art. 26 L. 833/78);
- ii. **Prestazioni di assistenza sanitaria di medicina fisica e riabilitativa** (o anche Attività di recupero e rieducazione funzionale FKT ex. art. 44 legge n. 833/1978);

Quanto alle *prestazioni sub i)*, rese nell'ambito di un percorso terapeutico indicato per la riabilitazione di pazienti con gravi disabilità, le tipologie di trattamento sono quelle individuate dalla Legge regionale n. 11 del 15/03/1984, ovvero:

- i. Terapia domiciliare: prescritta in maniera tecnicamente motivata e limitatamente a pazienti intrasportabili o quando, anche temporaneamente, la situazione logistica aggraverebbe ulteriormente la condizione patologica del paziente;
- ii. Terapia ambulatoriale individuale: prescritta nelle fasi in cui si prevede un rapporto terapeuta paziente pari 1/1 ovvero che il terapeuta svolga una parte attiva nell'intervento terapeutico (es. mobilizzazione, lavoro contro resistenza, massaggio, psicomotricità individuale, logopedia individuale ecc.) riservando, invece, la tipologia dell'ambulatoriale di gruppo alle fasi del trattamento in cui non sia più indispensabile questo rapporto ed il paziente abbia raggiunto una sufficiente autonomia <sup>(25)</sup>.

Di seguito, si riporta una tabella riassuntiva dei tetti massimi di spesa e del corrispondente numero massimo di prestazioni assegnati alla FKT S.r.l. per le annualità 2020, 2021 e 2022, con specifico riferimento all'attività di Centro di riabilitazione ex art. 26 L. 833/78, svolta nella sede di Via Mattia Preti.

<sup>(24)</sup> Le informazioni su cui si basa il paragrafo sono tratte principalmente dalla "Linee guida per le attività di riabilitazione in Regione Campania", pubblicate sul B.U.R.C. n. 22 del 03/05/2003.

<sup>(25)</sup> L'ambulatoriale di gruppo (distribuita su più ore) deve essere utilizzata in tutte quelle patologie progressivamente ingravescenti in cui si prevede una facile affaticabilità del paziente (sclerosi multipla, distrofia muscolare, S.L.A. m. di Parkinson ecc.), nelle fasi in cui è presente una sufficiente autonomia residua ed in cui un'ora di terapia continua (ambulatoriale individuale) possa rappresentare un eccessivo carico o, comunque non essere utile alla condizione terapeutica.

31/12/2022



**Tabella 3: Tetti massimi di spesa e numero massimo di prestazioni ex art. 26 L. 833/78 assegnati alla FKT S.r.l. (anni 2020-2022)**

| Voce                                                       | Anno 2020 | Anno 2021   | Anno 2022   |
|------------------------------------------------------------|-----------|-------------|-------------|
| Tetto di spesa (€)                                         | 972.918 € | 1.023.609 € | 1.023.609 € |
| Numero massimo di prestazioni ambulatoriali/domiciliari(n) | 23.100    | 23.100      | 23.100      |

Fonte: Nostra elaborazione su dati forniti dalla società



Quanto alle prestazioni sub ii), le tipologie di trattamento sanitario ricalcano quelle individuate per la riabilitazione ex. art. 26 (domiciliare ed ambulatoriale) ma, in ragione della razionalizzazione e riqualificazione delle modalità di erogazione di tali prestazioni, la Regione Campania ha individuato specifici percorsi terapeutici da applicare in ordine alla patologia riscontrata <sup>(26)</sup>, generalmente di lieve entità rispetto quelle affrontate con la riabilitazione ex. art. 26.

Di seguito, si riporta una tabella riassuntiva dei tetti massimi di spesa e del corrispondente numero massimo di prestazioni assegnati alla FKT S.r.l. per le annualità 2020, 2021 e 2022, con specifico riferimento alle Attività di recupero e rieducazione funzionale FKT ex art. 44 L. 833/78, svolte in entrambe le sedi operative.

**Tabella 4 - Tetti massimi di spesa e numero massimo di prestazioni ex art. 44 L. 833/78 assegnati alla FKT S.r.l. (anni 2020-2022)**

| Voce                                                       | Anno 2020 | Anno 2021 | Anno 2022 |
|------------------------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|
| Tetto di spesa (€)                                         | 459.737 € | 502.795 € | 498.196 € |
| Numero massimo di prestazioni ambulatoriali/domiciliari(n) | 23.485    | 24.557    | 24.896    |

Fonte: Nostra elaborazione su dati forniti dalla società



## 4. Essenziale Analisi del settore

### 4.1. Nascita ed evoluzione del Servizio Sanitario Nazionale (SSN) e Regionale (SSR)

Il Servizio Sanitario Nazionale (SSN) è definito come il “complesso delle funzioni e delle attività assistenziali dei Servizi sanitari regionali e delle altre funzioni e attività svolte dagli enti ed istituzioni di rilievo nazionale, nell'ambito dei conferimenti previsti dal decreto legislativo 31 marzo 1998, n. 112, nonché delle funzioni conservate allo Stato

<sup>(26)</sup> Più precisamente, la Tabella E presente nelle Linee guida per le attività di riabilitazione in Regione Campania individua n. 6 percorsi terapeutici: “PR 1 - Disabilità conseguenti a patologie del sistema nervoso centrale e periferico in fase cronica e/o stabilizzata: Monodistrettuali e Polidistrettuali; PR 2 - Disabilità secondarie a patologie osteomioarticolari post-traumatiche: Monodistrettuali e Polidistrettuali; PR 3 - Disabilità conseguenti a patologie osteomioarticolari degenerative: Monodistrettuali e Polidistrettuali; PR 4 - Disabilità conseguenti ad esiti di gravi ustioni e interventi chirurgici di tipo demolitivo; PR 5 - Disabilità conseguenti a Patologie internistiche di tipo cardiaco e respiratorio; PR 6 - Trattamento paramorfismi e dimorfismi nell'età Evolutiva sia individuale che in gruppo (max 8 persone)”.



dal medesimo decreto”, volte a garantire “la tutela della salute come diritto fondamentale dell’individuo ed interesse della collettività, nel rispetto della dignità e della libertà della persona umana” (art. 1, c. 1, D.lgs. n. 502/1992).

Il SSN nasce nel 1978 a seguito della riforma del 23 dicembre n. 883, i cui principi di fondo sono: universalità del servizio, uguaglianza delle prestazioni, decentramento delle funzioni nelle Unità sanitarie locali (U.S.L.), preminenza della programmazione sanitaria a livello sia nazionale che regionale.

Tuttavia, l’inefficacia e le problematiche di un tale sistema <sup>(27)</sup> hanno reso necessaria una seconda riforma nel 1992 con il D.lgs. n. 502 perfezionata, poi, dal D.lgs. n. 517 del 1993, ed infine con la riforma-ter del 1999 (D.lgs. n. 299). In particolare, tali riforme avevano i seguenti obiettivi:

- definire al meglio le competenze di Stato, Regioni ed enti locali nella regolamentazione, programmazione e finanziamento del Servizio Sanitario;
- favorire un processo di aziendalizzazione di enti e strutture sanitarie pubbliche operanti nel settore sanitario;
- introdurre nuovi sistemi di finanziamento e programmazione del Servizio Sanitario;
- ambire ad un più corretto rapporto tra settore pubblico e privato attraverso l’introduzione di un processo di *accreditamento delle strutture sanitarie*, a garanzia del cittadino circa la qualità delle prestazioni offerte dagli erogatori pubblici e privati.

Si dà, dunque, inizio ad un processo di “regionalizzazione” attraverso il quale vengono trasferite alle Regioni importanti funzioni legislative ed amministrative e si rideterminano competenze e ambiti d’intervento delle Regioni e dello Stato. Più nello specifico:

- Lo Stato si occupa della pianificazione nazionale stabilendo:
  - gli obiettivi fondamentali (attraverso il Piano Sanitario Nazionale o PSN);
  - i Livelli Essenziali di Assistenza (LEA) <sup>(28)</sup> da assicurare a tutti i cittadini;
  - i finanziamenti da erogare alle Regioni.
- Le Regioni, invece, si occupano di:
  - strutturare il proprio Servizio Sanitario Regionale (SSR) prestando attenzione alle modalità di finanziamento e rispettando i LEA richiesti dallo Stato;
  - emanare i Piani Sanitari Regionali (PSR), in attuazione del Piano Sanitario Nazionale.

In tale contesto, assume estrema importanza il concetto di *accreditamento delle strutture sanitarie*, che si sostanzia nell’accertamento del possesso e del mantenimento di rilevanti requisiti strutturali, tecnologici ed

---

<sup>(27)</sup> Su tutte si segnalano la eccessiva politicizzazione a livello locale, la mancanza di una razionalità economica nell’utilizzo dei fondi e la mancanza di una programmazione.

<sup>(28)</sup> I Livelli Essenziali di Assistenza (LEA) sono le prestazioni ed i servizi che il Servizio Sanitario Nazionale è tenuto a fornire a tutti i cittadini, gratuitamente o dietro pagamento di una quota di partecipazione (*ticket*). In ossequio al già citato processo di regionalizzazione, il livello di assistenza può essere incrementato dalle singole Regioni attraverso l’utilizzo di risorse proprie.

31/12/2022

organizzativi. Pur essendo introdotto dal D.lgs. 517/1992, l'accreditamento è disciplinato dal D.lgs. 229/1999 che lo articola in quattro fasi:

- Autorizzazione alla realizzazione: rilasciata dal Comune, previa verifica della Regione, per costruire una nuova struttura sanitaria o per modificarla;
- Autorizzazione all'esercizio: concessa dal Comune o dalla Regione per svolgere attività sanitarie e sociosanitarie;
- Accreditamento istituzionale: rilasciato normalmente dalla Regione, sancisce l'acquisizione della condizione di idoneità a prestare i servizi per conto del SSN;
- Accordo contrattuale/contratto: rappresenta l'accordo tra Regione, Asl e soggetti accreditati, attraverso il quale questi ultimi acquisiscono il diritto a fornire prestazioni a carico del SSN.

Quanto alle modalità di tariffazione, i decreti n. 517/1992 e n. 229/1999 hanno introdotto il Sistema dei DRG (Diagnosis Related Groups) o, anche ROD (Raggruppamenti Omogenei di Diagnosi), con l'obiettivo di contenere la spesa sanitaria associando la remunerazione al valore della prestazione erogata e non più alle giornate di degenza <sup>(29)</sup>. Il D.M. 15 aprile 1994 – “Determinazioni dei criteri generali per la fissazione delle tariffe delle prestazioni di assistenza specialistica, riabilitativa ed ospedaliera” – stabilisce i criteri di articolazione dei DRG, confermando che “il finanziamento di tutti gli erogatori pubblici e privati, deve avvenire sulla base di tariffe predeterminate, fissate a livello regionale secondo criteri generali stabiliti a livello nazionale”.

Pertanto, le Regioni possono:

- adottare le tariffe indicate dal Ministero della Salute, anche modificandole così da differenziarle in base al tipo di ricovero/struttura erogatrice;
- definire le proprie tariffe regionali, costruendo i DRG in base ai costi standard calcolati dal Ministero;
- definire le proprie tariffe regionali sulla base di analisi di costo svolte sulle strutture del proprio territorio di riferimento, o su alcune strutture di riferimento.

Dagli ampi margini di discrezionalità nella determinazione delle tariffe è scaturita una forte disomogeneità tra le Regioni, che ha portato all'utilizzo di Tariffe Uniche Convenzionali (T.U.C.) per le prestazioni erogate a favore di pazienti non residenti. Tali tariffe, costruite da un gruppo di lavoro interregionale, vengono applicate in tutti i casi di mobilità sanitaria, con la previsione di una integrazione economica per particolari categorie di prestazioni sanitarie.

Il processo di riforma continua poi nel 2000 e nel 2001 con particolare riferimento al decentramento delle competenze, attraverso:

<sup>(29)</sup> Tale sistema si basa su alcune informazioni contenute nella Scheda di Dimissione Ospedaliera (SDO) attraverso le quali è possibile individuare le casistiche, tendenzialmente omogenee per quanto riguarda il consumo di risorse, la durata della degenza e, in parte, il profilo clinico e quindi valutare il rapporto esistente tra costi reali e costi teorici per quel certo paziente e per quella certa patologia, non tenendo più conto della severità della patologia, ma solo delle risorse impiegate.



- Il D.lgs. n. 56 del 2000, che abolisce gran parte dei trasferimenti statali alle Regioni, sostituendoli con la compartecipazione di queste al gettito fiscale (IRPEF, IVA, IRAP, accise sulla benzina, etc.) <sup>(30)</sup>.
- La riforma costituzionale del Titolo V (D.lgs. n. 3/2001), che rende la materia della tutela della salute definitivamente a *legislazione concorrente*: la potestà legislativa spetta alle Regioni, mentre lo Stato fissa i principi fondamentali entro i quali le Regioni possono legiferare.

#### 4.1.1. Analisi del settore delle prestazioni di riabilitazione <sup>(31)</sup>

Il SSN, pur avendo finalità pubblicistiche, può servirsi di aziende sanitarie private per l'erogazione dei servizi sanitari. Con l'introduzione del sistema di finanziamento a tariffe e dell'accreditamento delle strutture sanitarie (D.L. 502/92, modificato, successivamente, dal D.L. 517/93), gli operatori privati sono passati dall'essere un valido supporto alle strutture pubbliche, a dover competere con queste sul territorio.

La struttura e l'organizzazione delle Case di Cura sia pubbliche che private sono state completamente rivoluzionate dallo scoppio della Pandemia da Covid-19, diffusasi in Italia a partire dal febbraio 2020. La tipicità e la scarsità di informazioni sul virus Sars-Cov2 ha focalizzato l'attenzione dello Stato sia verso l'assistenza e la cura dei cittadini che sullo sviluppo di sistemi di prevenzione dei contagi. Tanto ha comportato la necessità di rivedere il *layout* delle Case di Cura con l'obiettivo di creare reparti di assistenza ad hoc per i "pazienti Covid", non accessibili a tutti gli altri utenti.

I dati elaborati dal Ministero della Salute per l'anno 2020 indicano la presenza di n. 27.562 strutture sanitarie censite in Italia, di cui n. 1.151 (circa il 4%) erogano servizi di Riabilitazione.

**Figura 2 – Strutture sanitarie in Italia per tipologia di assistenza (2020)**

| Numero di strutture per tipologia di assistenza erogata - anno 2020 |                        |              |                     |              |               |
|---------------------------------------------------------------------|------------------------|--------------|---------------------|--------------|---------------|
| Assistenza                                                          | Natura delle strutture |              |                     |              | Totale        |
|                                                                     | Pubbliche              | %            | Private accreditate | %            |               |
| Assistenza Ospedaliera                                              | 516                    | 51,4%        | 488                 | 48,6%        | 1.004         |
| Assistenza Specialistica Ambulatoriale                              | 3.527                  | 40,1%        | 5.276               | 59,9%        | 8.803         |
| Assistenza Territoriale Residenziale                                | 1.318                  | 16,8%        | 6.540               | 83,2%        | 7.858         |
| Assistenza Territoriale Semiresidenziale                            | 901                    | 28,3%        | 2.288               | 71,7%        | 3.189         |
| Altra Assistenza Territoriale                                       | 4.830                  | 86,9%        | 727                 | 13,1%        | 5.557         |
| <b>Assistenza Riabilitativa (ex art. 26)</b>                        | <b>251</b>             | <b>21,8%</b> | <b>900</b>          | <b>78,2%</b> | <b>1.151</b>  |
| <b>TOTALE</b>                                                       | <b>11.343</b>          | <b>41,2%</b> | <b>16.219</b>       | <b>58,8%</b> | <b>27.562</b> |

<sup>(30)</sup> Con questa manovra, il Governo si pone l'obiettivo di rendere gradualmente autonome le Regioni in determinati settori sia sul versante delle entrate sia su quello delle spese, nel rispetto dei principi di efficacia, efficienza ed economicità.

<sup>(31)</sup> Le informazioni presenti in questo paragrafo sono tratte dal "Annuario Statistico del Servizio Sanitario Nazionale - Assetto organizzativo, attività e fattori produttivi del SSN - Anno 2020" elaborato dal Ministero della Salute e consultato dal sottoscritto in data 26/10/2022 al seguente link: [https://www.salute.gov.it/imgs/C\\_17\\_pubblicazioni\\_3245\\_allegato.pdf](https://www.salute.gov.it/imgs/C_17_pubblicazioni_3245_allegato.pdf).

31/12/2022

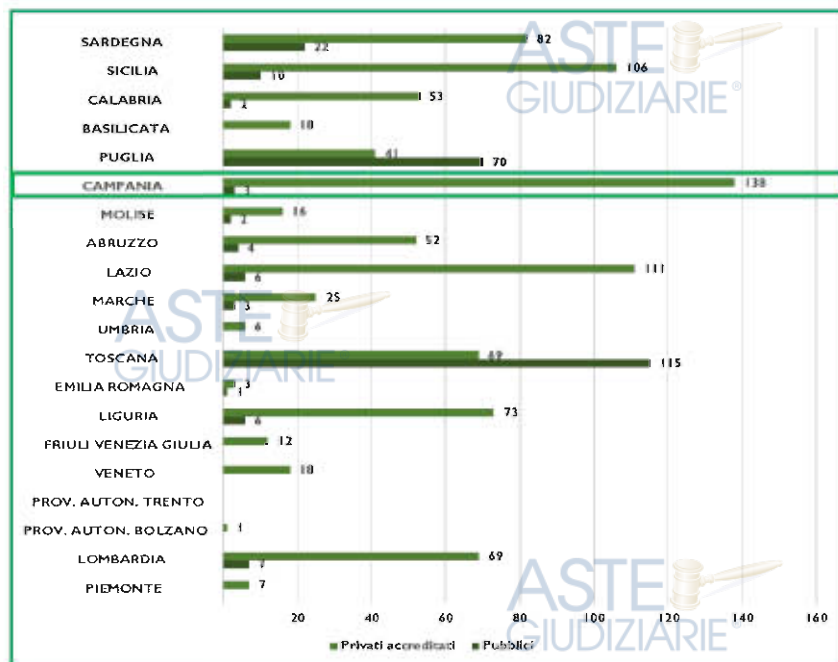


Fonte: Nostra elaborazione su dati del Ministero della Salute

Diversamente da quanto accade nell'assistenza ospedaliera, in cui la maggioranza delle strutture di cura è di natura pubblica (51%), nell'area della assistenza riabilitativa, il 78,82% delle strutture sanitarie è rappresentato da operatori privati accreditati con il SSN, il cui numero è cresciuto del 4,3 % nel periodo 2016-2020.

Le strutture che si occupano di assistenza riabilitativa nella Regione Campania sono 141, ovvero circa il 12% rispetto al totale operante in Italia, con una netta prevalenza degli operatori privati (circa il 98%) fra cui rientra l'azienda oggetto di analisi. Il grafico che segue riepiloga la distribuzione territoriale delle strutture riabilitative per ogni regione.

**Figura 3 - Distribuzione territoriale delle strutture di riabilitazione per regione e per natura (2020)**



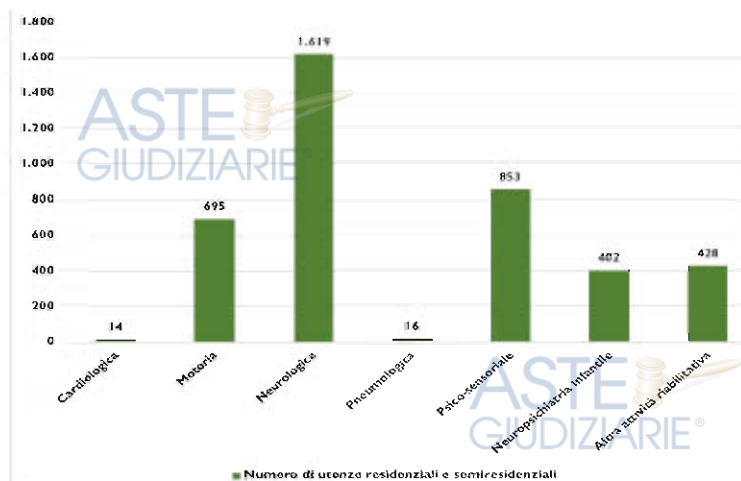
Fonte: Elaborazione propria su dati Ministero della Salute

Quanto alla domanda, il Ministero della Salute ha certificato un numero di utenze nell'anno 2020 pari a 60.619 per l'assistenza di tipo residenziale e semiresidenziale. I Servizi maggiormente richiesti dagli utenti attengono alle aree della riabilitazione motoria e neurologica, che rappresentano più del 60% delle utenze registrate nel 2020. Secondo il Ministero, inoltre, nel 2020 sono stati registrati circa 11 mln di accessi per prestazioni di riabilitazione in regime di assistenza ambulatoriale, con una netta prevalenza per l'area della neuropsichiatria infantile e della riabilitazione neurologica.

La domanda di servizi di riabilitazione campana registra invece un numero di utenze per prestazioni in regime residenziale e semiresidenziale pari a 4.027 e un numero di accessi per prestazioni in regime ambulatoriale pari a 3,2 mln, dato quest'ultimo che rappresenta il più alto a livello nazionale per il 2020. Quanto alle tipologie di prestazioni richieste, i dati regionali sono in linea con quanto osservato a livello nazionale. I grafici seguenti mostrano il dettaglio di quanto appena affermato sia con riferimento alle utenze che agli accessi, per ogni area della riabilitazione.

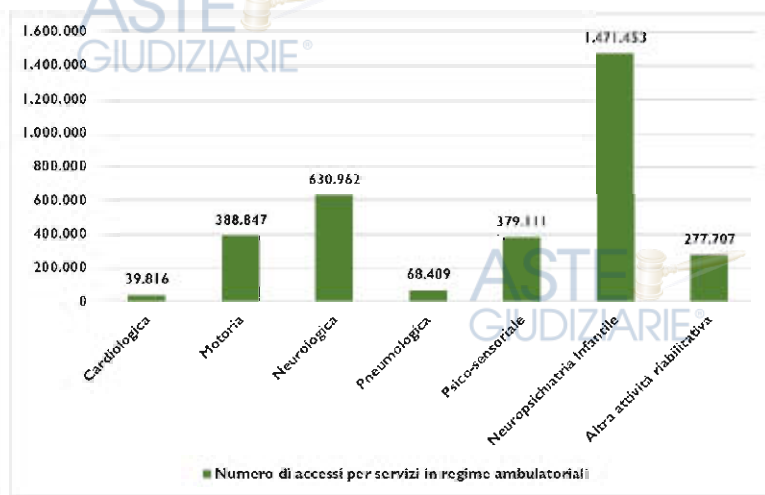


**Figura 4 – Dettaglio numero di utenze per servizi di riabilitazione in regime residenziale e semiresidenziale – Regione Campania (2020)**



Fonte: Elaborazione propria su dati Ministero della Salute

**Figura 5 - Dettaglio numero di accessi per servizi di riabilitazione in regime ambulatoriale – Regione Campania (2020)**



Fonte: Elaborazione propria su dati Ministero della Salute

I dati sulla domanda di servizi di riabilitazione nell'anno 2020, elaborati dal Ministero della Salute, risentono tuttavia dell'effetto della pandemia da Covid-19 che, a causa della focalizzazione dell'offerta di servizi sanitari per la cura e la prevenzione del virus, ha comportato un calo delle prestazioni di minore urgenza e gravità, tra cui la riabilitazione. Secondo il Rapporto ISTAT annuale 2021 <sup>(32)</sup>, le prestazioni di riabilitazioni erogate nell'anno 2020 hanno subito una riduzione del 31% rispetto al 2019 a livello nazionale. Tanto non può dirsi

<sup>(32)</sup> Tale documento è stato consultato dal sottoscritto in data 26/10/2022 al seguente link: [https://www.istat.it/storage/rapporto-annuale/2021/Rapporto\\_Annuale\\_2021.pdf](https://www.istat.it/storage/rapporto-annuale/2021/Rapporto_Annuale_2021.pdf).

con riferimento alla domanda di servizi di riabilitazione in Campania, che ha subito un calo molto contenuto se confrontato con quello nazionale (6%).

## 5. Approccio valutativo: il metodo prescelto

Tradizionalmente, le migliori dottrine di Economia Aziendale, Finanza ed Economia Generale sono sempre state concordi nel ritenere il valore dell'azienda imputabile a due componenti tra loro strettamente interrelate:

- la consistenza patrimoniale;
- la capacità di generare nel futuro flussi di reddito, oppure (a seconda delle diverse scuole di pensiero) flussi di cassa.

Sulla base di queste teorie, si sono sviluppati metodi basati sulla valutazione della prima caratteristica (*metodi patrimoniali*), metodi basati sulla valutazione della seconda caratteristica (*metodi reddituali o finanziari*) o metodi che provano a considerare entrambe le determinanti di valore (*metodi misti*).

La tradizione economico-aziendale italiana, ed in particolare quella che fa capo alla scuola *redditualista*, ha storicamente manifestato un netto favore per i metodi basati sulla attualizzazione dei flussi di reddito. Questi metodi rispettano, infatti, le implicazioni valutative della proprietà olistica delle aziende per cui il valore del *business* non coincide mai con la somma dei valori che compongono il suo capitale, ma può essere riflesso solo attraverso l'analisi del flusso di reddito riconducibile all'azienda nel suo complesso.

La prevalenza dei valori flusso sui valori *stock* ai fini della definizione del valore economico affonda, del resto, le sue radici nella scuola economica che fa capo a Irwin Fischer (*The nature of capital and income*, New York, Reprints of Economic Classics 1906), il quale da sempre aveva considerato il valore del capitale funzione del reddito che un *business* è in grado di produrre nel futuro. Sebbene, in ultima analisi, anche il valore da assegnare ai singoli *asset* possa essere comunque definito in base alle aspettative di reddito conseguibili attraverso il loro impiego (ad esempio, l'utilizzo del *value in use*), la somma dei valori loro assegnati sarà crescentemente più lontana dal valore economico dell'azienda mano a mano che le componenti immateriali e sinergiche del capitale aziendale (c.d. *unidentifiable intangibles*, quali ad esempio: armonia interna all'azienda, capitale relazionale, metodologie di lavoro e di organizzazione, etc.) <sup>(33)</sup> assumono maggiore rilevanza ed i collegamenti tra *asset* e singole parti del flusso di reddito aziendale diventano più improbabili.

<sup>(33)</sup> Sulle difficoltà di esprimere una affidabile valutazione autonoma degli intangibili si rinvia, tra gli altri a: Angelo RENOLD Renoldi, *La valutazione dei beni immateriali*, EGEA 1992; Australian Accounting Research Foundation, *Accounting Theory Monograph n. 10, Measurement in Financial Accounting*, Caulfield, 1998; Australian Accounting Standards Board, AASB, *Revaluation of Non-Current Assets*, dicembre 1999; Francesco Capalbo, *Le perdite di Valore delle immobilizzazioni tecniche*, Cedam 2000; Luigi Guatri, *Il differenziale fantasma: i beni immateriali nella determinazione del reddito e nella valutazione delle imprese*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, Egea, Milano, n. 1, 1989; Luigi Guatri, *Il valore di mercato dei beni immateriali riguardanti il Marketing*, in *La valutazione delle aziende*, n. 5; Luigi Guatri, Mauro Bini, *I moltiplicatori nella valutazione delle Aziende*, Bocconi Editore, 2002; Baruch Lev, *Intangibles. Gestione, valutazione e reporting delle risorse intangibili delle aziende*, Etas 2003; Lorenzo Pozza, *Le Risorse Immateriali. Profili di rilievo nelle determinazioni quantitative d'azienda*, EGEA 1999.



Del resto, proprio la crescita del ruolo che gli intangibili hanno assunto nella determinazione del valore delle aziende e la difficoltà di offrirne una autonoma valutazione hanno contribuito a ridurre sempre di più la fiducia nei metodi patrimoniali. La capacità di acquisire clienti e di soddisfare le loro esigenze nei tempi contrattuali, il *know how*, l'esistenza di rapporti consolidati con i livelli dirigenziali dei clienti, la disponibilità di contratti remunerativi sono tutti *assets* aziendali che difficilmente trovano misurazione nello Stato Patrimoniale ed il cui valore è in crescente aumento, come ampiamente dimostrato dalle analisi compiute sulla allocazione del prezzo di acquisto nell'ambito delle operazioni di *Mergers and Acquisitions* (M&A).

Elements of goodwill – economic reasons for a positive residual amount (examples)



Il caso di specie è un chiaro esempio di una realtà in cui il valore assegnabile ai fattori produttivi materiali distintamente individuabile non è in alcun modo sufficiente ad esprimere la capacità aziendale di generare valore per i suoi azionisti e, più in generale, per gli *stakeholder*. L'analisi del fatturato storico rende del tutto evidente il chiaro e diretto collegamento tra il valore del ramo e le convenzioni con il SSR ed è pertanto sulla base dei flussi netti che potranno derivarsi dall'esercizio di tali convenzioni che un potenziale acquirente andrà a tarare la propria offerta. L'esercizio di tali convenzioni è come noto, subordinato anche al possesso di determinati requisiti strutturali, organizzativi e tecnologici, i quali quindi, almeno in teoria, potrebbero essere rappresentati in una valutazione patrimoniale. In realtà:

- quanto ai *requisiti organizzativi*, si tratta di riferimenti al capitale umano che non sono rappresentati nella dimensione patrimoniale;
- quanto ai *requisiti strutturali*, questi sono raggiunti sulla base di spazi concessi in locazione;
- quanto ai *requisiti tecnologici*, l'inventario della curatela ha evidenziato un contenuto valore degli *assets* esistenti, con la sola eccezione della piscina di riabilitazione che però è un bene costruito su proprietà di terzi.

Pertanto, per la determinazione del valore dell'azienda oggetto di indagine appare opportuno fare riferimento ai metodi basati sulla stima dei flussi futuri, metodi che, peraltro, come consigliato dalla più recente dottrina

(34), appaiono particolarmente adeguati in un contesto economico caratterizzato da un aumento record del tasso d'inflazione e dei tassi d'interesse.

Quanto poi alla scelta della particolare tipologia di flussi da impiegare, esiste, nella prassi e nella teoria, una crescente preferenza per l'uso di flussi di "cassa" secondo il c.d. **Discounted Cash Flow Method**. A tale metodo è generalmente riconosciuta una "maggiore oggettività rispetto ai criteri di valutazione reddituali in quanto si fonda sui flussi di cassa generati dalla gestione ed esclude le voci di costo e di ricavo non aventi natura monetaria (accruals)" (35), e "If used wisely, the discounted cash flow valuation is a powerful tool to evaluate the values of a variety of assets and also to analyze the effects that different economic scenarios have on a company's value" (36). Il principale punto di forza "ascrivibile al metodo finanziario nella sua formulazione più comune – oltre alla sua oggettività, nonostante la complessità della stima – è la capacità di valorizzare l'attività operativa dell'impresa (...)" (37). Tale metodo "dagli anni 1990 in poi, (...) ha progressivamente assunto una maggiore diffusione nella pratica operativa della valutazione aziendale. Tale metodologia, tra l'altro, si rivela maggiormente coerente anche con l'evoluzione della pratica contabile (...)" (38). Il DCF, in quanto basato sui flussi attesi, certamente meglio riflette il principio "in base al quale a un'azienda è possibile attribuire un valore sulla base dei frutti che essa è in grado di generare in futuro", nonché l'assunto "che un'impresa in funzionamento sia un investimento in atto e che, pertanto, la definizione del valore di un complesso aziendale sia assimilabile a un caso particolare dell'analisi economica degli investimenti." (39). D'altronde, come osservato dalla dottrina americana, il DCF "truly captures the underlying fundamental drivers of a business (cost of equity, weighted average cost of capital, growth rate, re-investment rate, etc.). Consequently, this comes closest to estimating intrinsic value of the asset/business" (40). Si tratta in definitiva del metodo che traduce in pratica il principio, ampiamente condiviso nella letteratura aziendale, secondo cui "Companies create value for their owners by investing cash now to generate more cash in the future" (41).

Sotto il profilo più immediatamente operativo, l'impostazione classica del metodo dei Discounted Cash Flow richiede il calcolo dei flussi di cassa attesi unlevered (FCF) "(o se si preferisce di un'impresa finanziata per intero con mezzi propri, cosiddetta all equity firm)" (42) da attualizzarsi in base ad un tasso che esprime il premio per il rischio aziendale ed il valore del denaro nel tempo (ke), più un valore residuo alla fine del periodo esplicito

(34) "Il primo consiglio consiste dunque nell'attribuire un maggior peso ai criteri di valutazione assoluti (discounted cash flow o criteri reddituali) del tipo equity side, anziché ai criteri di valutazione relativi asset side", così il prof. Mauro Bini nell'articolo "Cinque consigli per calcolare il valore dell'impresa con l'inflazione", pubblicato su "Milano Finanza" in data 5 novembre 2022.

(35) L. Guatri e M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea Editore, 2008, pagina 541.

(36) F. Steiger, *The validity of company valuation using Discounted Cash flow methods*, 2008, disponibile al link: <https://arxiv.org/abs/1003.4881>.

(37) B. Campedelli e C. Leardini, *Il metodo finanziario*, in S. Pozzoli (a cura di), *Valutazione d'azienda*, IPSOA, 2016, pag. 189.

(38) B. Campedelli e C. Leardini, *Il metodo finanziario*, in S. Pozzoli (a cura di), *Valutazione d'azienda*, IPSOA, 2016, pag. 189.

(39) G. Pellati e L. Rinaldi, *Guida operativa alla valutazione delle PMI*, Il Sole 24 Ore, 2002, pagina 85.

(40) E. Stephen, *Discounted Cash Flow Valuation: Advantages & Pitfalls*, *The deal room by firmex*, 2016, disponibile al link: <https://www.firmex.com/thedealroom/discounted-cash-flow-valuation-advantages-pitfalls/>.

(41) T. Koller, M. Goedhart & D. Wessels, *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*, Sixth Edition, McKinsey & Company, 2015, pagina 17. Il metodo finanziario "truly captures the underlying fundamental drivers of a business (cost of equity, weighted average cost of capital, growth rate, re-investment rate, etc.). Consequently, this comes closest to estimating intrinsic value of the asset/business", così Edward Stephen, *Discounted Cash Flow Valuation: Advantages & Pitfalls*, *The deal room by firmex*, 2016, disponibile al link: <https://www.firmex.com/thedealroom/discounted-cash-flow-valuation-advantages-pitfalls/>.

(42) L. Guatri e M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea Editore, 2008, pagina 550.

normalmente definito *Terminal Value* (TV). Il tutto esemplificato nella formula seguente che conduce al valore assegnabile all'azienda di pertinenza della società:

$$W = \sum_{n=1}^t \frac{FCF}{(1 + ke)^n} + TV$$

dove:

|     |                                       |
|-----|---------------------------------------|
| W   | Valore economico del capitale         |
| FCF | Free cash flow unlevered              |
| ke  | Costo opportunità equity              |
| TV  | Terminal Value                        |
| n   | Orizzonte temporale periodo esplicito |

## 6. Applicazione del metodo di valutazione al caso di specie

### 6.1. La costruzione del budget pluriennale e la stima dei FCF unlevered

I free cash flow sono stati determinati come somma algebrica tra:

- EBITDA (o Margine operativo lordo);
- Flusso di cassa atteso per nuovi investimenti (o *Capital Expenditures*);
- Flusso di cassa atteso per il pagamento delle imposte (o *Tax Expenditures*).

Tale scelta è coerente con la prevalente dottrina in tema di valutazione aziendale che individua il *free cash flow unlevered* come “differenza fra l'EBITDA (il margine operativo lordo), gli investimenti fissi lordi, l'incremento di capitale circolante e le imposte cui è soggetta l'impresa non indebitata” <sup>(43)</sup>. Nel caso di specie, infatti, assumendo la invarianza del fatturato con Enti Pubblici è legittimo assumere una analoga invarianza nel capitale circolante. È assunto, come si vedrà, un lieve incremento del fatturato con privati, ma trattandosi di prestazioni pagate al momento dell'esecuzione la previsione di crescita non incide sull'andamento atteso del circolante.

Di norma, per la stima degli EBITDA attesi, ma invero per la stima di qualsiasi misura di flusso, occorre sempre muovere dall'analisi dei risultati storici <sup>(44)</sup>. Tuttavia, nel caso di specie, i risultati storici sono evidentemente viziati dalle conseguenze di una serie di eventi gestionali che hanno condotto alla nomina di un Amministratore giudiziario nel mese di gennaio 2022, seguita poi dall'apertura della liquidazione giudiziale nel successivo mese di agosto. Per cui se si volessero considerare i dati contabili degli esercizi precedenti per una stima

<sup>(43)</sup> L. Guatri e M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea Editore, 2008, pagina 550.

<sup>(44)</sup> “la proiezione non si discosta mai, in modo sostanziale, dalle capacità di flusso già raggiunte e dimostrate, oppure di prossimo raggiungimento”. Così L. Guatri e M. Bini in “*Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*”, Egea Editore, 2008.

31/12/2022



dell'EBITDA atteso, si dovrebbe preliminarmente compiere un'attività di verifica per epurare gli effetti distorsivi di quella gestione e normalizzare i dati contabili della società, attività che il sottoscritto, sulla base dei documenti a disposizione, non è in grado di compiere. D'altra parte, a seguito dell'apertura della liquidazione giudiziale, la curatela ha compiuto un'intensa attività di ricostruzione della contabilità con riferimento alle operazioni compiute nel corso dell'anno 2022, e ha fornito al sottoscritto un conto economico (*Allegato n. 6*) che, distinguendo il periodo pre e post liquidazione giudiziale, offre un quadro normalizzato del risultato complessivo che la società ha prodotto nell'anno.

In ragione di quanto sopra specificato, lo scrivente ritiene che i dati contabili ricostruiti dalla curatela per l'anno 2022 siano quelli più idonei ad essere utilizzati quale base per la elaborazione di una previsione dei flussi. Del resto, il contesto economico attuale è caratterizzato da una forte ondata inflattiva scatenata dallo scoppio del conflitto armato in Ucraina nel febbraio 2022 che, nonostante le previsioni di ritorno ai livelli pre-conflitto <sup>(45)</sup>, inciderà necessariamente sulla misura dei flussi di cassa attesi nei primi anni di stima. I dati contabili ricostruiti dalla curatela riflettono già l'aumento dei prezzi generati dall'inflazione e, inoltre, non risentono degli effetti che la pandemia da Covid-19 ha avuto sul settore delle prestazioni socio-sanitarie negli anni 2020 e 2021.

Sulla base della documentazione contabile fornita dalla curatela, si è sviluppato un budget che è stato sottoposto alla approvazione della curatela (*Allegato n. 7*). In linea con la prevalente dottrina in tema di valutazione aziendale <sup>(46)</sup>, le previsioni accolte nel budget non vanno oltre i 5 anni.

#### 6.1.1. La individuazione dell'EBITDA atteso (o FCF operativo)

La individuazione dell'EBITDA atteso presuppone una configurazione di budget secondo il modello di conto economico civilistico riclassificato in base al criterio delle *aree gestionali (a valore della produzione e valore aggiunto)* <sup>(47)</sup>, in virtù del quale i vari elementi sono classificati per destinazione. Nello specifico, secondo tale impostazione, l'EBITDA è ottenuto come differenza tra i ricavi e i costi sostenuti per la remunerazione dei fattori produttivi esterni (cd. costi esterni) ed interni (cd. costi interni), escludendo le componenti negative di reddito non monetarie (ammortamenti, svalutazioni e accantonamenti). Di seguito, pertanto, si procede alla individuazione delle variabili come sopra elencate.

##### **6.1.1.1 Ricavi**

La struttura dei ricavi di vendita della società è composta da:

- a) ricavi relativi alle prestazioni erogate per conto del SSR, che sono regolate attraverso i contratti stipulati con la *ASL Napoli 1 Centro*;
- b) ricavi relativi alle prestazioni erogate nei confronti dei privati.

<sup>(45)</sup> <https://blog.moneyfarm.com/it/economia-mercati/inflazione-per-quanto-ancora-durera/>, consultato dallo scrivente in data 15/02/2023.

<sup>(46)</sup> "Per quanto concerne l'orizzonte temporale di riferimento sia i metodi reddituali che quelli finanziari adottano lassi temporali, in genere, non superiori ai cinque anni.". Così Zanda G., Lacchini M. e Onesti T. in "La Valutazione delle aziende – VI Edizione", edito da Giappichelli Editore, Torino (2013).

<sup>(47)</sup> Tra gli altri, si veda: C. Teodori, *L'Analisi di Bilancio*, Giappichelli Editore, Torino, 2000, pag. 51.



I ricavi sub a) sono stimati sulla base delle condizioni previste nei contratti stipulati con la ASL per l'anno 2022, presupponendo la invarianza di tali condizioni anche per gli anni a venire. Del resto, il tetto di spesa assegnato dal SSR non ha di fatto subito cambiamenti negli ultimi anni.

I ricavi sub b) sono stimati in linea con quanto ottenuto dalla società nell'anno 2022. Considerando la sostanziale stazionarietà dei tetti di spesa fissati dalle Regioni, l'alto tasso di popolazione con età medio-alta (superiore ai 65 anni) <sup>(48)</sup>, e la progressiva crescita del peso della spesa sanitaria privata sul totale della spesa sanitarie delle famiglie, è ragionevole prevedere un aumento delle richieste di assistenza riabilitativa che lo scrivente ritiene opportuno riflettere in un aumento annuo del 8% lungo l'orizzonte di stima.

Quanto agli altri ricavi e proventi, che accolgono una misura residuale di proventi vari, si è ritenuto opportuno confermare la misura rilevata nel conto economico 2022 prodotto dalla curatela.

In sintesi, di seguito si propone un quadro sinottico dei risultati ottenuti:

**Tabella 5 – Risultati della Stima dei ricavi attesi**

|                                          | 31/12/2023         | 31/12/2024         | 31/12/2025         | 31/12/2026         | 31/12/2027         |
|------------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Ricavi delle vendite e delle prestazioni | 1.821.800 €        | 1.845.799 €        | 1.871.719 €        | 1.899.712 €        | 1.929.944 €        |
| di cui Contratti ASL                     | 1.521.805 €        | 1.521.805 €        | 1.521.805 €        | 1.521.805 €        | 1.521.805 €        |
| di cui Prestazioni privatistiche         | 299.994 €          | 323.994 €          | 349.913 €          | 377.906 €          | 408.139 €          |
| Altri ricavi e proventi                  | 7.680 €            | 7.680 €            | 7.680 €            | 7.680 €            | 7.680 €            |
| <b>Valore della produzione</b>           | <b>1.829.479 €</b> | <b>1.853.479 €</b> | <b>1.879.398 €</b> | <b>1.907.391 €</b> | <b>1.937.624 €</b> |

Fonte: Elaborazione propria

### 6.1.1.2 Costi esterni

I costi esterni sono rappresentati dalle spese sostenute per l'acquisto di fattori produttivi da fornitori terzi. Nel caso di specie, la società ricorre all'approvvigionamento esterno per l'acquisto di materie, servizi vari e per la concessione in utilizzo degli spazi in cui è svolta l'attività operativa.

La stima di tali costi, pertanto, è stata eseguita attraverso i dati presenti nel conto economico 2022 prodotto dalla curatela. Più precisamente, si è così proceduto:

- individuazione dei costi esterni nel conto economico 2022: oltre ai conti presenti nelle voci “Acquisti Materie prime” e “Oneri diversi di gestione”, si è deciso di considerare, accorpandoli in un'unica voce, “Servizi” e “Bancari”;
- individuazione del peso specifico delle voci di costo rispetto al “Totale ricavi”;
- stima del valore dei costi esterni attesi applicando il peso specifico così ottenuto al valore del fatturato annuo atteso.

<sup>(48)</sup> Secondo lo “State of Health in the EU 2019” (2019\_chp\_it\_italy\_0.pdf (europa.eu) – consultato dallo scrivente in data 17/03/2023), i cittadini italiani con età superiore ai 65 anni rappresentano il 22,3% della popolazione, valore lievemente più elevato rispetto alla rispettiva media dei Paesi europei (19,4%). Se poi si confronta tale dato, risalente al 2019, con gli ultimi dati ISTAT si nota come la percentuale della popolazione oltre i 65 anni sia aumentata al 23,8% (<http://dati.istat.it/Index.aspx?QueryId=42869> – consultato dallo scrivente in data 17/03/2023).

31/12/2022



Si sottolinea altresì che nella stima dei costi per servizi, principalmente composti dalle prestazioni sanitarie erogate dai professionisti, si è considerato il risparmio ottenuto grazie alla assunzione diretta del personale che precedentemente operava in regime di lavoro autonomo. Tale scelta, in linea con quanto precisato dalla curatela, dovrebbe comportare un beneficio di circa 80k (7.300 euro mensili) (Allegato n. 8).

Quanto ai costi per Godimento beni di terzi, la stima ha considerato anche l'evoluzione dei canoni prevista dai contratti. Emblematico è il caso della locazione dell'immobile di Via Mattia Preti (primo piano), il cui contratto prevede un aumento del canone, a partire dai successivi sei anni di locazione (e quindi dal 01/06/2026), ad € 54.000 in luogo dei € 36.000 attuali. Per tale motivo, il costo annuo atteso per l'anno 2026 è stato calcolato mediante una media ponderata dei giorni, mentre il costo atteso per l'anno 2027 riflette interamente le modifiche contrattuali avvenute nell'anno precedente.

In sintesi, di seguito si propone un quadro sinottico dei risultati ottenuti:

**Tabella 6 - Risultati della stima dei costi esterni attesi**

|                            | 31/12/2023       | 31/12/2024       | 31/12/2025       | 31/12/2026       | 31/12/2027       |
|----------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Consumo materie            | 22.011 €         | 22.301 €         | 22.614 €         | 22.952 €         | 23.317 €         |
| Servizi                    | 314.918 €        | 320.125 €        | 325.748 €        | 331.820 €        | 338.379 €        |
| Godimento di beni di terzi | 245.302 €        | 245.302 €        | 245.302 €        | 255.856 €        | 263.302 €        |
| Oneri diversi di gestione  | 16.494 €         | 16.711 €         | 16.946 €         | 17.199 €         | 17.473 €         |
| <b>Costi esterni</b>       | <b>598.725 €</b> | <b>604.439 €</b> | <b>610.609 €</b> | <b>627.827 €</b> | <b>642.471 €</b> |

Fonte: Elaborazione propria

### 6.1.1.3 Costi interni

Il costo dei fattori produttivi interni coincide, nel caso di specie, con gli oneri del personale dipendente, che è stato stimato sulla base delle indicazioni fornite dal consulente del lavoro della società, dott. Enrico Carrieri (si veda Allegato n. 8). Il consulente ha fornito al sottoscritto il costo mensile di ogni singolo dipendente, includendo anche le cinque unità aggiuntive oggetto di assunzione da parte della società nel corso dell'anno 2023.

Nel caso di specie, si sono considerate le ipotesi di assunzione delle cinque unità aggiuntive di personale dipendente già a partire da inizio anno e di mantenimento della medesima struttura organica lungo tutto l'orizzonte temporale della stima. D'altra parte, la conservazione di un determinato assetto organizzativo è uno dei requisiti essenziali per il mantenimento degli accreditamenti istituzionali, ed allo stato il sottoscritto non è a conoscenza di condizioni ostative riguardanti la struttura del personale che possano causare la perdita degli accreditamenti. Non prevedendo alcuna liquidazione per la interruzione dei rapporti di lavoro, lo scrivente ha ritenuto opportuno epurare la quota di costo relativa al TFR dal calcolo del costo complessivo del personale.

In ragione di quanto rappresentato il costo del personale atteso è pari ad € 920.316.



### 6.1.2. La stima dei Capital Expenditures (CAPEX)

La stima del flusso degli investimenti (CAPEX) è stata compiuta sulla base delle informazioni ottenute dalla curatela durante il processo di inventariazione. Nel corso di tale attività, la curatela ha evidenziato la necessità di sostituire alcuni asset ormai obsoleti con macchinari tecnologicamente più avanzati e, allo stesso tempo, di mantenere costante il livello di beneficio connesso all'utilizzo di tutti gli altri beni. Analogamente, durante gli accessi alle strutture fisiche, è emersa la esigenza di compiere degli investimenti per migliorare le condizioni strutturali degli immobili in cui è svolta l'attività.

Del resto, in ragione della particolare natura dell'azienda oggetto di stima, la cui continuità è indissolubilmente legata al mantenimento degli accreditamenti istituzionali, e per poter erogare servizi con elevati standard qualitativi è necessario preservare tanto i livelli di efficienza delle strutture quanto quelli delle attrezzature e degli impianti.

In ragione di quanto rappresentato, il flusso degli investimenti previsto per il primo anno di budget (€ **127.439**) sarà necessariamente più elevato in quanto contiene sia i flussi in uscita previsti per l'acquisto di nuove attrezzature e l'ammodernamento dei locali, quanto quelli necessari al mantenimento in efficienza degli altri beni. A partire dal secondo anno, invece, i flussi in uscita (€ **19.025**) rappresenteranno esclusivamente le spese connesse alla manutenzione di tutti gli asset, inclusi anche quelli acquistati nel primo anno, e della struttura.

La stima dei flussi di investimento per l'acquisto delle nuove attrezzature è stata eseguita sulla base delle indicazioni fornite alla curatela dal dott. [REDACTED] (Allegato n. 9), mentre il sottoscritto ha ritenuto ragionevole considerare investimenti per un importo di € 25.000 per l'ammodernamento delle strutture. Quanto agli altri beni, rispetto ai quali sono stati previsti soltanto investimenti di manutenzione (10%), si è considerato, quale valore di riferimento, quello contenuto nell'inventario fornito dalla curatela.

### 6.1.3. La stima delle imposte e del FCF unlevered

In ultimo, prima di ottenere la misura del flusso di cassa *unlevered*, occorre considerare le uscite per il pagamento delle imposte all'Erario. Nel caso di specie, per il calcolo delle imposte, sono state considerate le aliquote vigenti e, ai fini IRAP, la deduzione del costo del personale indicata dal consulente del lavoro.

In estrema sintesi, si propone di seguito un quadro complessivo dei *free cash flow unlevered* (FCF) ottenuti:

**Tabella 7 - Stima del FCF unlevered (2023-2027)**

|                                          | 31/12/2023         | 31/12/2024         | 31/12/2025         | 31/12/2026         | 31/12/2027         |
|------------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Ricavi delle vendite e delle prestazioni | 1.821.800 €        | 1.845.799 €        | 1.871.719 €        | 1.899.712 €        | 1.929.944 €        |
| di cui Contratti ASL                     | 1.521.805 €        | 1.521.805 €        | 1.521.805 €        | 1.521.805 €        | 1.521.805 €        |
| di cui Prestazioni privatistiche         | 299.994 €          | 323.994 €          | 349.913 €          | 377.906 €          | 408.139 €          |
| Altri ricavi e proventi                  | 7.680 €            | 7.680 €            | 7.680 €            | 7.680 €            | 7.680 €            |
| <b>Valore della produzione</b>           | <b>1.829.479 €</b> | <b>1.853.479 €</b> | <b>1.879.398 €</b> | <b>1.907.391 €</b> | <b>1.937.624 €</b> |
| Consumo materie                          | 22.011 €           | 22.301 €           | 22.614 €           | 22.952 €           | 23.317 €           |

31/12/2022

|                             |                    |                    |                    |                    |                    |
|-----------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Servizi                     | 314.918 €          | 320.125 €          | 325.748 €          | 331.820 €          | 338.379 €          |
| Godimento di beni di terzi  | 245.302 €          | 245.302 €          | 245.302 €          | 255.856 €          | 263.302 €          |
| Oneri diversi di gestione   | 16.494 €           | 16.711 €           | 16.946 €           | 17.199 €           | 17.473 €           |
| <b>Costi esterni</b>        | <b>598.725 €</b>   | <b>604.439 €</b>   | <b>610.609 €</b>   | <b>627.827 €</b>   | <b>642.471 €</b>   |
| <b>Valore aggiunto</b>      | <b>1.230.754 €</b> | <b>1.249.040 €</b> | <b>1.268.789 €</b> | <b>1.279.564 €</b> | <b>1.295.152 €</b> |
| <b>Costo del lavoro</b>     | <b>920.316 €</b>   | <b>920.316 €</b>   | <b>920.316 €</b>   | <b>920.316 €</b>   | <b>920.316 €</b>   |
| <b>EBITDA (FCFo)</b>        | <b>310.438 €</b>   | <b>328.724 €</b>   | <b>348.473 €</b>   | <b>359.248 €</b>   | <b>374.836 €</b>   |
| <b>Capital Expenditures</b> | <b>127.439 €</b>   | <b>19.025 €</b>    | <b>19.025 €</b>    | <b>19.025 €</b>    | <b>19.025 €</b>    |
| Imposte                     | 100.839 €          | 106.136 €          | 111.858 €          | 114.979 €          | 119.495 €          |
| <b>FCF</b>                  | <b>82.160 €</b>    | <b>203.562 €</b>   | <b>217.590 €</b>   | <b>225.244 €</b>   | <b>236.316 €</b>   |

Fonte: Elaborazione propria

## 6.2. La individuazione del tasso di attualizzazione $k_E$

Per la individuazione del tasso di attualizzazione ( $k_E$ ) il sottoscritto ha applicato il *Capital Asset Pricing Model* <sup>(49)</sup>. Tale modello postula che il premio per il rischio di un dato *business* sia esprimibile applicando un moltiplicatore (o demoltiplicatore), noto come coefficiente *beta*, al premio per il rischio riconosciuto dal mercato e che, conseguentemente, il costo del capitale proprio ( $K_E$ ) sia espresso dalla seguente formula:

$$K_E = R_{fw} + \beta * [E(rw) - R_{fw}]$$

dove:

|                    |                                                                                                                                                                                                                                                          |
|--------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| $R_{fw}$           | Costo del capitale per il puro impiego (free risk rate).                                                                                                                                                                                                 |
| $[E(rw) - R_{fw}]$ | Premio per il rischio sistematico del mercato. $E(rw)$ rappresenta, infatti, il ritorno medio atteso sul mercato per remunerare un investimento nel mercato.                                                                                             |
| $\beta$            | Il Beta è una misura di sensitività che assume valori al di sotto o al di sopra dell'unità a seconda che il rischio della particolare azienda, o più in generale di un dato <i>business</i> , sia maggiore o minore del rischio sistematico del mercato. |

<sup>(49)</sup> W.F. Scarpe, "Capital Asset Prices; A Theory of Market Equilibrium under Condition of Risk", Journal of Finance, 19; 425-442 (September 1964; J. Lintner, "The Valuation of Risk Assets and the selection of Risky Investments in Stock Portfolio and Capital Budgets", Review of Economics and Statistics, 47: 13-37, February 1967.



Per il costo del capitale per il puro impiego (R<sub>fw</sub>), il riferimento è andato al rendimento effettivo lordo dei BTP a 10 anni pari al 4,34% (Asta del 24 febbraio 2023, rendimento lordo 7° - 8° tranche, codice ISIN IT0005518128) <sup>(50)</sup>. Il tasso è stato assunto al netto delle imposte (12,50%).

Relativamente al premio per il rischio [E(fw) – R<sub>fw</sub>], il riferimento è stato assunto da affidabile dottrina che, per l'Italia, lo pone pari al 6,42% <sup>(51)</sup>.

Quanto al  $\beta$ , si tratta di un valore che, ottenuto dalla analisi di serie storiche, esprime la relazione tra il ritorno conseguito dall'investimento nel capitale di una azienda ed i ritorni offerti dal mercato. Oscillando al di sopra o al di sotto dell'unità, indica se una azienda sia più o meno rischiosa della media del mercato. Nel caso di specie, non avendo riscontrato nella prassi settori di attività direttamente riconducibili a quelli dell'azienda oggetto di valutazione, lo scrivente ha ritenuto opportuno applicare un Beta pari a 1.

Per tutto quanto detto, dalla applicazione della formula proposta risulta che il tasso di attualizzazione (i) risulterebbe determinato nella misura del **10,21%**.

### 6.3. La stima del Terminal Value

La stima del Terminal Value è stata eseguita muovendo dal flusso di cassa unlevered atteso nell'ultimo anno del periodo esplicito, considerato quale fase di sostanziale stazionarietà dei flussi attesi sulla base delle informazioni disponibili. Rispetto al periodo esplicito, tuttavia, si è ritenuto opportuno correggere l'EBITDA per considerare i flussi mesialmente attesi per la erogazione del TFR al personale in uscita. Nei termini in cui il costo del personale accolto nell'EBITDA non riflette l'accantonamento al TFR, il flusso di cassa atteso da impiegare per il calcolo del Terminal value deve necessariamente riflettere una misura di flusso medio annuale in uscita per il pagamento del TFR. E' apparso coerente stimare tale flusso in misura pari all'accantonamento annuale. Tanto determina un flusso di cassa unlevered da proiettare all'infinito pari ad **€ 197.385**, come di seguito rappresentato

Tabella 8 - Stima del Terminal Value

| TV                                       |                    |
|------------------------------------------|--------------------|
| Ricavi delle vendite e delle prestazioni | 1.929.944 €        |
| di cui Contratti ASL                     | 1.521.805 €        |
| di cui Prestazioni privatistiche         | 408.139 €          |
| Altri ricavi e proventi                  | 7.680 €            |
| <b>Valore della produzione</b>           | <b>1.937.624 €</b> |
| Consumo materie                          | 23.317 €           |
| Servizi                                  | 338.379 €          |
| Godimento di beni di terzi               | 263.302 €          |

<sup>(50)</sup> [https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_pubblico/risultati\\_aste/risultati\\_aste\\_btp\\_10\\_anni/BT\\_P-10-Anni-Risultati-Asta-del-24-27.02.2023.pdf](https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/risultati_aste/risultati_aste_btp_10_anni/BT_P-10-Anni-Risultati-Asta-del-24-27.02.2023.pdf).

<sup>(51)</sup> <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

31/12/2022

|                             |                    |
|-----------------------------|--------------------|
| Oneri diversi di gestione   | 17.473 €           |
| <b>Costi esterni</b>        | <b>642.471 €</b>   |
| <b>Valore aggiunto</b>      | <b>1.295.152 €</b> |
| <b>Costo del lavoro</b>     | <b>971.541 €</b>   |
| <b>EBITDA (FCFo)</b>        | <b>323.612 €</b>   |
| <b>Capital Expenditures</b> | <b>19.025 €</b>    |
| Imposte                     | 107.201 €          |
| <b>FCF</b>                  | <b>197.385 €</b>   |

Fonte: Elaborazione propria

Inoltre, in ragione della maggiore rischiosità assunta nel proiettare ad infinito il flusso di cassa atteso previsto, si ritiene opportuno applicare, ai fini della stima del *Terminal Value*, una maggiorazione al tasso di attualizzazione *i* pari al 20%, ponendolo pari al **12,26%**.

## 7. Il valore economico dell'azienda di pertinenza della FKT S.r.l.

Sulla base dell'applicazione del metodo di valutazione prescelto, è possibile ottenere la misura del valore economico assegnabile alla azienda di pertinenza della FKT S.r.l., come da schema seguente

Tabella 9 - Individuazione del valore economico W

|                                        | 1                  | 2                | 3                | 4                | 5                | TV                 |
|----------------------------------------|--------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|--------------------|
| FCF atteso                             | 82.160 €           | 203.562 €        | 217.590 €        | 225.244 €        | 236.316 €        | 197.385 €          |
| Tasso TV                               |                    |                  |                  |                  |                  | 12,26%             |
| Tasso di attualizzazione (ke)          | 10,21%             | 10,21%           | 10,21%           | 10,21%           | 10,21%           | 10,21%             |
| <b>VA FCF atteso periodo esplicito</b> | <b>74.546 €</b>    | <b>201.460 €</b> | <b>217.358 €</b> | <b>225.219 €</b> | <b>236.313 €</b> |                    |
| <b>Σ VA Periodo esplicito (a)</b>      | <b>954.897 €</b>   |                  |                  |                  |                  |                    |
| <b>Valore Terminal Value (TV)</b>      |                    |                  |                  |                  |                  | <b>1.610.354 €</b> |
| <b>VA TV (b)</b>                       | <b>990.216 €</b>   |                  |                  |                  |                  |                    |
| <b>W= a+b</b>                          | <b>1.945.113 €</b> |                  |                  |                  |                  |                    |

Fonte: Elaborazione propria

Il valore economico dell'azienda di pertinenza della FKT, per le finalità della presente valutazione, è pertanto pari ad € **1.945.113**, approssimabile ad

**€ 1.945.000**

Naturalmente, nel caso in cui dovesse prevedersi il trasferimento all'eventuale acquirente dell'azienda del personale dipendente con accollo dei relativi debiti verso lo stesso, ed in particolare di quelli per Trattamento di Fine Rapporto, l'ammontare di tale passività dovrà essere detratto dal suddetto valore.

Napoli, 17 marzo 2023

In fede  
Prof. Francesco Capalbo

## 8. Allegati

Allegato n. 1. Elenco dei beni inventariati della FKT S.r.l. in liquidazione giudiziale;

Allegato n. 2. Autorizzazioni sanitarie della FKT S.r.l. in liquidazione giudiziale;

Allegato n. 3. Elenco dipendenti e consulenti della FKT S.r.l. in liquidazione giudiziale;

Allegato n. 4. Contratti di locazione commerciale della FKT S.r.l. in liquidazione giudiziale;

Allegato n. 5. Atto di cessione a rogito notaio [REDACTED] rep n. 48369 e raccolta n. 9366;

Allegato n. 6. Conto economico anno 2022 ricostruito dalla curatela fallimentare;

Allegato n. 7. Approvazione budget previsionale da parte della curatela fallimentare;

Allegato n. 8. Costo mensile del personale per dipendente elaborato dal consulente del lavoro della FKT S.r.l. in liquidazione giudiziale;

Allegato n. 9. Indicazioni del [REDACTED] per la stima delle Capital Expenditures