

TRIBUNALE CIVILE DI ROMA

SEZIONE FALLIMENTARE

GIUDICE DELEGATO

DOTT. CLAUDIO TEDESCHI

CURATORI

AVV. FRANCESCO A. CIRRI SEPE QUARTA

DOTT. MARCO IMPARATO

PERIZIA DI STIMA DEL VALORE

DELLA AZIENDA SANITARIA “CASA DI CURA COLUMBUS”

DI PROPRIETÀ DEL FALLIMENTO XXXXXXXXXXXX N. 365/2017

ANTONIO MARIA CIPOLLONI

DOTTORE COMMERCIALISTA - REVISORE LEGALE

VIA BASSANO DEL GRAPPA, N. 4 - 000195 ROMA

TEL. 06 3720867 – FAX 06 37353417

Email: am.cipolloni@studiocesarini.it – Pec: am.cipolloni.studiocesarini@pec.it

2. LA RATIO DELLA PERIZIA

La presente perizia ha lo scopo di accertare il valore economico dell'azienda al fine di procedere alla sua cessione nell'ambito della procedura fallimentare in cui essa è ricompresa.

Si rileva preliminarmente che l'azienda in commento, come di seguito ampiamente descritto, è attualmente oggetto di affitto alla [REDACTED] con scrittura privata autenticata dal Notaio Luigi Pocaterra in data 8/10/2015 e non risulta, quindi, nella disponibilità dei curatori del fallimento di [REDACTED].

Tale circostanza, come più avanti evidenziato, ha comportato una notevole limitazione nelle possibilità di valutazione concreta e analitica dell'azienda, soprattutto a causa della carenza di informazioni relative sia alle effettive modalità di svolgimento dell'attività aziendale che all'andamento economico e finanziario dell'attività.

Tutto ciò, come vedremo meglio nel prosieguo, aggravato da un trend sistematicamente deficitario del margine operativo dell'azienda oggetto di valutazione e dalla incertezza in ordine alla concreta possibilità di riacquisire la Convenzione in essere con la Regione Lazio e, soprattutto, il relativo budget finora autorizzato a favore della [REDACTED].

* * *

3. PRESUPPOSTI E LIMITI DI SVOLGIMENTO DELL'INCARICO

Il sottoscritto ritiene necessario esporre alcune premesse metodologiche sui criteri informativi del suo operato nello svolgimento dell'incarico ricevuto.

Le conclusioni cui addiviene la presente perizia di stima devono esser interpretate alla luce dei presupposti e delle limitazioni di seguito illustrate:

a. tutte le informazioni, i dati e i documenti a supporto della presente perizia di stima sono stati forniti dai curatori della [REDACTED] e dal direttore amministrativo della [REDACTED] alla data di dichiarazione di fallimento.

b. non si è proceduto alla valutazione dei beni materiali costituenti l'azienda per le motivazioni di cui si dirà nel prosieguo, beni materiali che risultano in ogni caso dalle risultanze dell'inventario allegato al contratto di affitto a favore della ██████████ del 2015;

c. la perizia di stima è stata redatta nel presupposto che le informazioni, i dati ed i documenti esaminati fossero corretti e rispondenti al vero, non essendo stato possibile per lo scrivente, anche alla luce dei ristretti tempi a disposizione, effettuare alcuna revisione o audit sui dati ricevuti;

d. lo scrivente ha redatto la presente perizia di stima adottando tutte le necessarie precauzioni, nei limiti sopra riferiti, per un'attenta valutazione delle informazioni, dei dati e dei documenti ricevuti, nel rispetto del proprio dovere di adempiere all'incarico ricevuto con diligenza, professionalità ed indipendenza di giudizio;

e. alla luce dell'avvenuta dichiarazione di fallimento della ██████████ e dell'affittanza dell'azienda di sua proprietà a favore della ██████████, non è stato possibile effettuare alcuna verifica in ordine al sistema di controllo interno delle società, al fine di poter attestare la validità e correttezza delle scritture contabili, l'effettiva consistenza delle poste attive e passive, e più in generale, l'attendibilità dei dati rilevabili dalle situazioni contabili e dai bilanci di esercizio fornite dalla ██████████ e dalla ██████████;

f. la presente perizia di stima non tiene conto del possibile verificarsi di eventi a carattere straordinario od imprevedibile;

g. le valutazioni contenute nella presente perizia di stima non riflettono considerazioni di natura soggettiva legate al venditore o ai potenziali acquirenti, né apprezzamenti relativi alla forza contrattuale delle parti in causa, poiché elementi di questo tipo interverranno successivamente al presente lavoro ai fini della determinazione del prezzo finale;

h. la valutazione complessiva è basata su stime che, per i diversi motivi che verranno esposti di seguito, si fondano sull'ipotesi della continuità aziendale. Tuttavia, occorre tener conto che il fallimento non potrà in alcun modo assicurare la continuità aziendale dell'azienda oggetto di cessione in quanto, come sopra anticipato, non sarà possibile per il fallimento garantire la conclusione dell'iter di riacquisizione della Convenzione in essere

con la Regione Lazio a favore dell'acquirente dell'azienda in esame e, soprattutto, l'ottenimento del relativo budget finora autorizzato a favore del ██████████;

i. la data di riferimento della presente valutazione è il 30 settembre 2018.

* * *

4. INFORMAZIONI, DATI E DOCUMENTI UTILIZZATI

Tutte le informazioni, i dati ed i documenti utilizzati per la redazione della perizia sono stati richiesti con l'intento di considerare il maggior numero possibile di elementi al fine di arrivare ad una corretta determinazione del valore di mercato dell'azienda in esame.

L'indagine è stata condotta utilizzando informazioni, dati e documenti contabili ed extra-contabili messi a disposizione dai Curatori del fallimento della ██████████ e dal dott. ██████████, direttore amministrativo della ██████████ all'atto della dichiarazione di fallimento, le cui risultanze sono state acquisite fra le carte di lavoro.

A seguito delle diverse specifiche richieste inviate dallo scrivente ai curatori del Fallimento, il dott. ██████████ ha fatto pervenire in data 22 ottobre 2018 allo scrivente la seguente documentazione:

- A) Note per perizia ottobre 2018;
- B) Convenzione 1986;
- C) Convenzione 1998 rinnovo;
- D) Convenzione 2005;
- E) Convenzione 2013;
- F) ██████████ bilancio 2008;
- G) ██████████ bilancio 2009;
- H) ██████████ bilancio 2010;
- I) ██████████ bilancio 2011;
- J) ██████████ bilancio 2012;

- K) ██████████ bilancio 2013;
- L) ██████████ bilancio 2014;
- M) ██████████ bilancio 2015;
- N) ██████████ relazione sulla gestione 2015;
- O) Atto di affitto CIC definitivo;
- P) Personale effettivamente trasferito Vardatori novembre 2015;
- Q) Pianta organica medici 2015 totale;
- R) Costo medici USC a fine 2014;
- S) Richiesta accreditamento 2011;
- T) Conto economico RSA 2014, 2015 e budget 2016;
- U) FPG – CIC verbale di consegna azienda definitivo;
- V) Perizia Protos per l'immobile Columbus;
- W) Estratto catastale settembre 2015 n.1;
- X) Estratto catastale settembre 2015 n.2;
- Y) AC elenco beni immobili.

La documentazione ricevuta dal ██████████ e le relative e-mail sono state riportate integralmente in allegato alla presente perizia, al fine di permettere al lettore una migliore comprensione dell'attività svolta e delle potenzialità della azienda oggetto di valutazione, ancorché non tutti i documenti e le informazioni ricevuti siano stati utilizzati per la determinazione del valore di stima della perizia.

* * *

5. IDENTIFICAZIONE E DESCRIZIONE DELL'AZIENDA OGGETTO DI STIMA

Come più volte accennato, il bene oggetto di stima è rappresentato dall'azienda sanitaria denominata "Casa di cura Columbus", di proprietà del Fallimento della ██████████ ed attualmente oggetto di affitto alla ██████████ ██████████ con scrittura privata autenticata dal Notaio Luigi Pocaterra in data 8/10/2015.

L'azienda non risulta, quindi, nella disponibilità dei curatori del fallimento di [REDACTED] e, per tale motivo, si può procedere alla sua identificazione sulla base di quanto riportato nel contratto di affitto di azienda, ove è presente la descrizione analitica dei beni riferibili all'azienda oggetto di affitto.

Sulla base di quanto riportato all'art. 2 del citato contratto di affitto d'azienda, il complesso aziendale risulta essere così composto:

- a) Immobile a destinazione sanitaria denominato Complesso Integrato Columbus sito in Via Moscati, che non è ricompreso nel perimetro dell'azienda oggetto della presente stima e la cui disponibilità per l'acquirente dell'azienda potrà essere regolata sulla base di un apposito contratto di locazione commerciale, il cui canone annuo viene più avanti ipotizzato;
- b) tutti gli impianti (non costituenti pertinenze dei fabbricati), i macchinari e le attrezzature mediche e gli altri beni mobili afferenti il CIC che si trovano attualmente nei locali del Complesso Integrato Columbus, di cui l' [REDACTED] abbia la proprietà, così come da libro cespiti ed esclusi i beni di terzi detenuti a qualunque titolo da [REDACTED], come indicati nel documento sub Allegato 3) del contratto di affitto d'azienda allegato alla presente;
- c) le automobili, gli autocarri e gli altri beni mobili registrati elencati nel documento sub Allegato 4) del contratto di affitto d'azienda allegato alla presente;
- d) l'avviamento dell' [REDACTED] afferente al CIC, l'insegna "CIC" ovvero "Complesso Integrato Columbus", nonché i brevetti, disegni, progetti, know-how, ed ogni altra proprietà industriale o intellettuale, domini e siti internet www.H-columbus.it con relative credenziali di accesso, autorizzazioni, concessioni, permessi, così come qualsiasi altro documento che possa contribuire ad una conoscenza approfondita della storia e del passato del CIC;
- e) tutte le licenze, le autorizzazioni, i permessi e le certificazioni necessarie per l'esercizio dell'attività sanitaria dell'Azienda elencati nel documento sub Allegato 5) del contratto di affitto d'azienda allegato alla presente;
- f) i rapporti di lavoro subordinato in essere tra la Concedente ed i dipendenti relativi all'Azienda indicati nel documento sub Allegato 6) del contratto di affitto d'azienda allegato alla presente;

g) i soli rapporti contrattuali, assunti in forma scritta, relativi all'Azienda esistenti alla Data di Efficacia indicati nel documento sub Allegato 7) del contratto d'affitto d'azienda allegato alla presente.

Sono espressamente esclusi dall'Azienda oggetto di valutazione tutti i debiti e i crediti, nonché tutti i cespiti non indicati nei punti indicati in precedenza.

Al fine di fornire ulteriori informazioni utili alla valutazione, si effettua una breve disamina del settore in cui opera la struttura oggetto della presente stima, evidenziando peculiarità e problematiche connesse all'azienda che hanno influito nel procedimento di stima dell'azienda in esame.

Le strutture ospedaliere in Italia si possono distinguere, in una prima analisi, tra le strutture Autorizzate ad esercitare attività sanitaria e le strutture Accreditate istituzionalmente.

Le strutture Autorizzate (strutture private) presentano tutti i requisiti minimi richiesti per svolgere attività sanitaria senza oneri a carico dello Stato/Regioni, mentre le strutture Accreditate (sia pubbliche che private) presentano oltre ai requisiti minimi, ulteriori requisiti che consentono di erogare prestazioni con oneri a carico del Servizio Sanitario Nazionale.

In pratica, nelle strutture autorizzate si ottengono prestazioni (visite specialistiche, indagini diagnostiche e ricoveri) sostenendo direttamente i costi (pagando direttamente o attraverso un fondo o una polizza sanitaria) mentre nelle strutture Accreditate (sia pubbliche che private) si ottengono prestazioni gratuite salvo il pagamento di un ticket (solo per accessi di pronto soccorso non urgenti e per visite specialistiche ed esami diagnostici) come forma di compartecipazione alla spesa sanitaria (legge 26 aprile 1982 n. 181).

Mentre una struttura Autorizzata non ha alcuna certezza in merito ai possibili introiti derivanti dalla propria attività, una struttura Accreditata ha il vantaggio di avere la garanzia di un budget stabilito assegnato dalla Regione per l'erogazione delle prestazioni.

Se poi prendiamo in considerazione una struttura accreditata che eserciti la propria attività in una città come Roma, questa garanzia del budget assegnato si traduce anche in una certezza nel raggiungimento del fatturato previsto.

La città di Roma, infatti, benché caratterizzata da una notevole presenza di strutture Accreditate ed Autorizzate, è da sempre un polo di attrazione per tutta la regione Lazio e per altre regioni del centro-sud Italia.

Questo fa sì che, nella pratica, i tempi di attesa per ottenere prestazioni sanitarie siano piuttosto lunghi, con il risultato di scoraggiare parte dei pazienti all'utilizzo di strutture accreditate a favore di strutture private.

A questo proposito, si è proceduto di seguito ad una analisi specifica dei tempi di attesa per ottenere visite ed esami diagnostici nell'ambito della regione in cui opera l'azienda in esame, al fine di valutare eventuali possibilità di miglioramento e di sviluppo delle attività sanitarie ipotizzate all'interno del modello di gestione predisposto con la presente perizia di stima.

La Regione Lazio ha predisposto un sistema di rilevazione dei tempi di attesa (TDA) che monitora ogni settimana le visite e gli esami diagnostici. Le prime visite e gli esami strumentali vengono classificati per priorità: urgente, breve e differibile. Per ogni prestazione viene indicata la percentuale di prenotazioni effettuate con tempo di attesa entro gli standard regionali:

- 72 ore per le urgenti;
- 10 gg per le brevi;
- 30 gg per le visite differibili;
- 60 gg per le prestazioni strumentali differibili.

Per quanto riguarda la diagnostica strumentale (Tac, Rm ed Eco) le prenotazioni entro lo standard sono comprese tra il 50 e l'89%, con criticità per le TAC addome inferiore, le colonscopie e le ecocolordoppler cardiache. Per le visite specialistiche, quelle urgenti vengono effettuate nei tempi previsti mentre quelle differibili quasi tutte rientrano nella fascia compresa tra il 50 e l'89 %.

Per le suddette ragioni, in Regione Lazio spesso vengo previsti piani per l'abbattimento delle liste di attesa.

Anche se, a seguito del monitoraggio della Regione Lazio sui tempi medi, possiamo dire che le cose stanno migliorando, permangono, tuttavia, ancora pesanti criticità.

Per chiarire ecco alcuni esempi. Per l'ecografia del capo e del collo, le prestazioni urgenti sono tutte allineate alle tempistiche dettate dalla Regione, dalle tre Asl romane a quelle delle altre province laziali, dall'Umberto I al San Giovanni, dal San Camillo al Sant'Andrea. Stesso discorso anche per le richieste di esami brevi, ovvero entro 10 giorni. Ma se allo Spallanzani i tempi di attesa sono abbattuti ad appena 4 giorni, ad essere proprio al limite – ma comunque nella norma – con 10 giorni di attesa sono la Asl Roma 6 (Castelli Romani), il Policlinico Tor Vergata e il San Camillo. Discorso diverso, però, se la visita diventa di controllo (30 giorni massimo per le visite specialistiche, 60 per tac e ecografie), perché allora dieci strutture rientrano nei tempi, con un minimo di appena 5 giorni da aspettare allo Spallanzani, ma altre sette no. Il picco al Sant'Andrea (8 mesi).

Le prestazioni più critiche restano l'ecografia dell'addome completo e dell'addome superiore, dove i dati più alti parlano di 250 e 262 giorni di attesa al Sant'Andrea, e di dieci strutture regionali che restano al di fuori dai tempi stabiliti dal decreto sulle liste d'attesa. Maglia nera, anche per un esame diagnostico molto importante per le donne, nell'ottica della prevenzione e della diagnosi precoce dei tumori al seno, ovvero l'eco della mammella mono e bilaterale, dove solo sette strutture sono in regola: 262 giorni da attendere per una prenotazione al Sant'Andrea, 243 al San Giovanni, 239 a Frosinone o 213 alla Asl Roma 4 (Civitavecchia-Bracciano).

L'analisi effettuata permette di evidenziare come, alla luce della difficoltà di accesso alle prestazioni sanitarie gratuite nelle strutture sanitarie di una città come Roma, una struttura sanitaria quale il Complesso Integrato Columbus, struttura Accreditata e presente da molti anni nella città di Roma, non solo non dovrebbe incontrare problemi nel raggiungere facilmente il budget assegnato dalla Regione Lazio, ma potrà ottenere dei livelli di occupazione vicini al 100%, incrementando notevolmente anche le attività a pagamento, a tutto vantaggio della redditività futura.

Tutto ciò è stato adeguatamente tenuto in considerazione nell'ambito del procedimento di ricostruzione dell'attività sanitaria "ordinaria" che è stata ipotizzata nel modello di gestione sanitaria che si esaminerà molto diffusamente più avanti.

Nell'ambito dell'attività di ricostruzione di tutti gli *asset* riferibili all'azienda oggetto di stima, si ricorda che l'azienda di proprietà della ██████████ svolge la propria attività in virtù di diversi provvedimenti amministrativi, in ordine ai quali lo scrivente ha ritenuto opportuno effettuare una ricostruzione analitica.

La Casa di Cura Columbus svolge la propria attività in virtù dell'Autorizzazione del Medico Provinciale di Roma ricevuta con Decreto n° 1752 in data 26 settembre 1965.

Il Decreto prevedeva che la Casa di Cura Moscati potesse effettuare i ricoveri delle seguenti specialità e servizi: medicina, chirurgia, ostetricia e ginecologia, ortopedia e traumatologia, oculistica, esami istologici estemporanei, terapia intensiva con monitoraggio, fisiopatologia cardiovascolare, elettroencefalogramma, diagnostica endoscopica, psicoprofilassi ostetrica, radiodiagnostica intraoperatoria, emodialisi, poliambulatorio, pronto intervento, dietetica, diagnostica isotopica, terapia radiante, rianimazione e monitoraggio, impianto centralizzato gas.

In data 30 maggio 1978 la Giunta della Regione Lazio approva la DGR n° 2215 che prevede un indirizzo polispecialistico della Casa di Cura.

La Convenzione con la Regione Lazio (stipulata il 18 maggio 1978 e recepita dalla suddetta DGR) prevede in sintesi i seguenti punti:

- Dotazione complessiva di 300 posti letto e servizi specialistici;
- Specialità previste: medicina generale (80 p.l.), chirurgia generale (70 p.l.), cardiologia (20 p.l.), urologia (30 p.l.), ostetricia-ginecologia (60 p.l.), ortopedia-traumatologia (20 p.l.) ed oculistica (20 p.l.).
- Diaria giornaliera omnicomprensiva di lire 48.710 con esclusione di endoprotesi, pacemakers e filtri;
- Pagamento a 120 giorni e riconoscimento maggiorazione diaria del 2,0 % in caso di ritardi nei pagamenti;

- La durata della convenzione decorre dalla data di sottoscrizione e termina dopo 120 giorni dall'approvazione del piano sanitario regionale.

In data 23 aprile 1980 la Giunta della Regione Lazio approva la DGR n° 1972 che prevede la riconversione parziale della Casa di Cura con la possibilità di svolgere, oltre alle attività già previste dalla DGR 2215/78, l'attività di riabilitazione motoria.

In data 10 settembre 1980 la Casa di Cura Columbus sottoscrive un Accordo repertorio n° 1052 con la Regione Lazio che stabilisce che, oltre alle attività previste nelle precedenti convenzioni, venga attivato anche il ricovero per la riabilitazione motoria ad indirizzo ortopedico.

La Convenzione con la Regione Lazio riduce i posti letto destinati alla ostetricia e ginecologia (-30 p.l.) ed autorizza i ricoveri di riabilitazione motoria con 30 p.l.:

- Dotazione complessiva di 300 posti letto e servizi specialistici già autorizzati;
- Specialità previste: medicina generale (80 p.l.), chirurgia generale (70 p.l.), cardiologia (20 p.l.), urologia (30 p.l.), ostetricia-ginecologia (30 p.l.), ortopedia-traumatologia (20 p.l.), oculistica (20 p.l.), riabilitazione motoria (30 p.l.).

In data 3 aprile 1985 la Giunta della Regione Lazio approva la DGR n° 2177 che prevede l'utilizzo da parte del [REDACTED] di Roma delle strutture della "Casa di Cura Columbus", che assume così il nome di "Complesso Integrato Columbus".

Dal 7 marzo 1986 l'[REDACTED] gestisce il "Complesso Integrato Columbus" con l'[REDACTED] di Roma, anche di seguito [REDACTED].

Con la Convenzione del 7 marzo 1986 viene assicurata l'integrazione funzionale delle strutture della Casa di cura Columbus con quelle della Facoltà di Medicina e Chirurgia della [REDACTED] con le seguenti modalità:

- La ██████████ mette a disposizione della ██████████ le strutture per la realizzazione di unità didattico-assistenziali a direzione universitaria;
- Dotazione di 300 posti letto, servizi di diagnosi e cura, uffici e servizi, personale medico e non medico;
- La funzione di Direzione sanitaria viene affidata al personale della ██████████ ██████████;
- La ██████████ deve garantire gli stessi livelli assistenziali dell'Università Cattolica;
- La pianta organica va approvata dalla Regione Lazio previa intesa tra ██████████ ██████████ ed ██████████;
- L'█████████ riconosce alla ██████████ tutti i costi sostenuti per l'assolvimento dei compiti assistenziali, come da piano finanziari predisposto dalla ██████████, previa approvazione della Regione Lazio;
- La ██████████ mantiene la piena autonomia gestionale;
- Alla ██████████ vengono applicati gli stessi articoli che regolano la convenzione tra ██████████ e Regione Lazio;
- Viene costituito un comitato paritetico di 6 membri (3 ██████████ e 3 ██████████) a cui demandare la regolamentazione interna dei rapporti tra le parti;
- La Convenzione ha durata di anni nove, rinnovabile tacitamente ove non venga disdettata da una delle parti entro due anni dalla data di scadenza.

Convenzione del 13 marzo 1998

Si procede al rinnovo della convenzione tra ██████████ ed A ██████████ ██████████ in quanto:

- a seguito del nuovo sistema di finanziamento introdotto a partire dal 1° gennaio 1995, si rendono necessarie modifiche al rapporto convenzionale, limitatamente alla nuova situazione;
- nell'accordo si fissano i principi generali per il finanziamento e si rinvia di anno in anno, in funzione delle risorse messe a disposizione, la verifica e la decisione sugli aspetti economici del rapporto;

- per l'assolvimento dei compiti assistenziali della ██████████, l'██████████ verserà alla ██████████ la parte dei fondi corrisposti dalla Regione Lazio nella misura pari ai costi sostenuti dalla ██████████ in base anche al piano annuale formulato che tenga conto degli obiettivi generali e specifici che si vogliono raggiungere;
- la titolarità del rapporto con la Regione spetta all'██████████ per l'estensione al Complesso Integrato Columbus del rapporto convenzionale tra Università Cattolica e Regione.

In data 21 luglio 1998 la Giunta della Regione Lazio approva la DGR n° 3549 che autorizza all'esercizio la Casa di Cura Columbus, costituita come Complesso Integrato Columbus, per l'attività di ricovero a carattere medico chirurgico con 300 posti letto e per i servizi di diagnosi e cura anche aperti all'esterno.

In data 4 febbraio 2000 viene siglato un Protocollo tra ██████████ e strutture collegate e Regione Lazio.

- L'██████████ concorre alla programmazione sanitaria regionale e al raggiungimento degli obiettivi fissati con l'attività assistenziale del policlinico universitario e delle strutture ad esso afferenti (Complesso Integrato Columbus)
- La Regione Lazio concorre al finanziamento del policlinico e delle strutture afferenti secondo il seguente meccanismo:
 - a) entro il 31 ottobre l'██████████ trasmette alla Regione Lazio il piano delle attività che si prevedono di effettuare nel corso dell'anno successivo;
 - b) il piano è suddiviso per tipologia di prestazioni e per raggruppamento di patologie;
 - c) il piano viene contrattato con la Regione Lazio;
 - d) le prestazioni definite ed erogate vengono rimborsate secondo i sistemi nazionali e regionali previsti, nonché secondo le specificità del ██████████ (DRG massimo previsto + maggiorazione massima prevista per elevata complessità);
 - e) viene previsto un finanziamento aggiuntivo per formazione e ricerca;
 - f) in caso di disavanzo la Regione Lazio si impegna a coprire le perdite fino a concorrenza dell'effettivo finanziato nel 1997;

g) viene previsto un finanziamento specifico per ognuno dei Centri Regionali di Riferimento;

h) riconoscimento degli interessi passivi in caso di ritardo dei pagamenti da parte della Regione Lazio;

i) Riconoscimento di finanziamenti in conto capitale;

j) Durata triennale della Convenzione rinnovabile tacitamente.

Convenzione del 29 settembre 2005:

Viene rinnovata la Convenzione tra l'██ e l'██ la cui finalità è l'utilizzo da parte del ██ delle strutture del Complesso Integrato Columbus, alle seguenti modalità:

- la Convenzione ha durata di nove anni, dal 29 settembre 2005 al 28 settembre 2014;
- il Complesso Integrato Columbus mette a disposizione 300 posti letto complessivi;
- le strutture sanitarie del Complesso Integrato Columbus si integrano funzionalmente con la gestione speciale del ██, dando così vita ad una struttura funzionalmente unitaria;

- il meccanismo di finanziamento del Complesso Integrato Columbus è analogo a quello che l'██ attua con la Regione Lazio per la gestione complessiva del ██”;

- la distribuzione dei posti letto al 31 maggio 2005 risulta essere la seguente: Cardiologia (16), Riabilitazione Cardiologica (12), Ginecologia Endocrinologica (30), Gastroenterologia (15), Medicina del Lavoro (15), Chirurgia Generale 1 (29), Chirurgia Urologica (12), Chirurgia Maxillo Facciale (8), Chirurgia Generale 2 (14), Terapia Medica (36), Oculistica (5), Reumatologia (28), Ortopedia (12), Chirurgia della mano (24), Chirurgia Endocrina (8), Terapia intensiva (3), Day hospital – Day Surgery (33); per un totale di 300 posti letto.

Convenzione del 12 marzo 2013:

Convenzione per l'integrazione funzionale delle strutture della Casa di cura Columbus con quelle della Facoltà di Medicina per l'attivazione ed il potenziamento di Scuole di

Specializzazione e Scuole Dirette ai Fini Speciali della medesima Facoltà, nonché corsi di laurea triennali e specialistici.

- l'██████████ mette a disposizione il personale medico;
- la Casa di cura Columbus mette a disposizione le strutture;
- il Complesso Integrato Columbus è dotato di 242 posti letto complessivi;
- le specialità previste sono: medicina (93 p.l.), chirurgia (73 p.l.), cardiologia (14 p.l.), testa/collo (8 p.l.), riabilitazione (10 p.l.), terapia intensiva (6 p.l.), attività a pagamento (10 p.l.);
- il Direttore Sanitario del ██████████ assume ai fini assistenziali la responsabilità di sovrintendente;
- le decisioni e scelte strategiche vanno sottoposte alla approvazione del Comitato Paritetico;
- il meccanismo di finanziamento del Complesso Integrato Columbus è quello che la Regione Lazio adotta nei confronti della ██████████;
- l'██████████ riconoscerà al Complesso Integrato Columbus parte dei fondi riconosciuti alla università dalla Regione Lazio in base alla produzione realmente effettuata, oltre ai farmaci inseriti nel flusso FarmEd, alle funzioni riconosciute e ad eventuali finanziamenti per investimenti strutturali;
- il Complesso Integrato Columbus mantiene la propria autonomia gestionale.

Affitto di azienda dell'8 ottobre 2015.

La ██████████ stipula in tale data con la ██████████ ██████████ un contratto di affitto di azienda in forza del quale affida alla ██████████, che in data 1° agosto 2015 è risultata conferitaria del complesso aziendale ██████████, la gestione dell'azienda "Complesso Integrato Columbus" al fine di preservarne la continuità e quindi l'avviamento, in una ottica di futura cessione della stessa.

Di seguito i punti principali del contratto di affitto di azienda:

- l'oggetto dell'affitto riguarda il Complesso Integrato Columbus, gli immobili, gli impianti, le automobili, l'avviamento, le licenze, le autorizzazioni, i permessi, il personale e le certificazioni necessarie per l'esercizio dell'attività sanitaria;

- la durata dell'affitto è prevista in quarantotto mesi dalla decorrenza;
- il canone di affitto mensile è stabilito in complessivi euro 200.000,00=;
- nell'affitto sono incluse "tutte le licenze, le autorizzazioni, i permessi e le certificazioni necessarie per l'esercizio dell'attività sanitaria oggetto dell'Azienda";
- la Concedente si impegna a dare il suo assenso e consentire la voltura di tutte le concessioni autorizzazioni, licenze amministrative, domande e ogni altro titolo per consentire all'Affittuaria di continuare a svolgere l'attività cui l'Azienda è asservita;
- al termine dell'affitto dell'Azienda, l'Affittuaria dovrà restituire alla Concedente l'Azienda e tutti i beni che la costituiscono. L'Affittuaria si impegna a porre in essere qualsiasi azione necessaria e/o opportuna per il trasferimento in capo alla Concedente dell'Azienda, e quindi, a titolo esemplificativo, anche dei permessi e delle autorizzazioni necessari per la gestione dell'Azienda.

Al fine di fornire la corretta mole di informazioni necessarie alla determinazione del valore fondatamente attribuibile alla azienda oggetto della presente stima, sono state acquisite informazioni in ordine alla situazione dell'azienda in affitto alla ██████████ ██████████ desunte dal memo del dott. ██████████ allegato alla presente e che si ritiene opportuno riportare integralmente di seguito.

“Premesso che il valore di una struttura sanitaria è in massima parte determinato dalla tipologia dei posti letto a disposizione e dal fatto che siano o meno “accreditati” con il SSN, bisogna preliminarmente precisare che una clinica privata, quale il CIC, per ottenere il proprio “accreditamento” deve sottostare ad un preciso percorso finalizzato a garantirne agli utenti una qualità del servizio reso equiparabile a quello offerta da analoghe strutture pubbliche, noto tra gli addetti ai lavori come sistema delle tre A: Autorizzazione, Accredimento, Accordi contrattuali.

Autorizzazione

Il primo requisito è rappresentato dall'AUTORIZZAZIONE che ha lo scopo di consentire l'esercizio dell'attività sanitaria, e ogni soggetto (pubblico e privato) che opera all'interno del SSN deve essere autorizzato ex d.lgs. 502/92. L'autorizzazione deve essere

richiesta alla Regione presso la quale si ha intenzione di avviare un'attività che preveda l'erogazione di prestazioni in regime sia di ricovero che in ambito residenziale sia di natura specialistica che generale. Quanto ai requisiti per l'autorizzazione i protocolli sono demandati alle singole Regioni, che ne determinano i criteri di inclusione, e devono comprendere requisiti minimi strutturali, tecnologici e organizzativi. In ultimo, sul rilascio dell'autorizzazione da parte della Regione influisce anche l'attività di verifica del Comune all'interno del quale si prevede venga insediata la struttura. Tale autorizzazione è strettamente collegata all'insieme indivisibile della componente strutturale (immobili e dotazioni tecnologiche) con quella organizzativa (personale).

Accreditamento

Il passaggio successivo all'autorizzazione è l'ACCREDITAMENTO con il SSN, che risulta obbligatorio solo per quelle strutture che vogliano operare in convenzione con la sanità pubblica, se si vogliono erogare prestazioni in regime privato il percorso si ferma alla sola autorizzazione. L'accREDITAMENTO può essere concesso subordinatamente alla rispondenza con la programmazione sanitaria regionale e ad ulteriori requisiti di qualificazione stabiliti dalla Regione sulla base del D.Lgs 59/97, dopo aver ascoltato i pareri di Agenas e del Consiglio Superiore della Sanità. Attraverso l'accREDITAMENTO la struttura può operare in nome e per conto del SSN, adoperando le stesse tariffe e percependo quindi quota parte del finanziamento sanitario regionale. L'accREDITAMENTO è seguito da un contratto, che tiene conto della programmazione e da un controllo periodico delle prestazioni erogate adoperato dalla Regione. L'accREDITAMENTO a seguito di verifica può anche essere revocato qualora la struttura non soddisfi più i requisiti qualitativi che ne abbiano determinato la concessione.

Accordi contrattuali (e Budget)

Dal momento che l'accREDITAMENTO attribuisce la qualifica potenziale di gestore del servizio pubblico, occorrerà che le parti stipolino appositi ACCORDI CONTRATTUALI che regolamentino il rapporto tra i due soggetti (pubblico e privato). L'accordo contrattuale rappresenta quindi un contratto di disciplina pubblicistica che lega la struttura privata alla pubblica amministrazione. In sostanza, il procedimento di

accreditamento per conferire agli interessati il diritto ad esercitare l'attività in regime di convenzione consiste di due atti: il primo unilaterale emesso dalla pubblica amministrazione che conferisce lo stesso diritto alla struttura, e il secondo che rende operativo il primo, legandosi ad esso mediante l'accordo tra le parti. Le Regioni devono definire l'ambito di applicazione degli accordi nonché individuare i soggetti interessati, individuando le responsabilità della Regione e delle Asl territorialmente competenti nella stipula degli accordi, nella formulazione dei programmi di attività, e nella determinazione della remunerazione. Le strutture che erogano assistenza ospedaliera e ambulatoriale a carico del SSN sono finanziate secondo un ammontare globale predefinito (BUDGET - Tetti annuali di spesa) indicato negli accordi contrattuali stipulati. I criteri di remunerazione sono stabiliti in maniera omogenea per tutto il territorio nazionale, e le tariffe massime remunerabili vengono calcolate su un campione rappresentativo di strutture accreditate, tenendo conto dei costi standard e dei tariffari regionali sulla base dei DRG (diagnosis related group - raggruppamento omogeneo di diagnosi).

La storia della Casa di cura Columbus

La Casa di cura Columbus CIC rappresenta un caso particolare in quanto la propria "storia" ha inizio negli Stati Uniti nel giugno del 1956, annoverando tra i propri scopi, tra l'altro, l'istituzione ed il mantenimento di ospedali, dispensari ed altri servizi sanitari. In tale contesto nel 1973 viene aperta in Roma in via Moscatti n. 31 la struttura ospedaliera Columbus in seguito poi "Complesso Integrato Columbus (C.I.C.)".

Tale struttura inizia ad operare sotto la denominazione Casa di Cura Moscatti in regime Convenzione con la regione Lazio nel 1978 avendo per oggetto inizialmente 300 posti letto (di cui 46 camere singole e 127 camere doppie) suddivisi rispettivamente in : 80 posti letto in Medicina Generale, 70 posti letto in Chirurgia Generale, 20 posti letto in Cardiologia , 30 posti letto in Urologia, 60 posti letto in Ostetricia-Ginecologia, 20 posti letto in Ortopedia-Traumatologia e 20 posti letto in Oculistica.

Nel 1986 [REDACTED] l' [REDACTED], con lo scopo di attuare un piano comune di sviluppo il quale ricomprendesse anche l'estensione al CIC delle attività didattiche proprie dei corsi di laurea in medicina e chirurgia in essere presso l'Università Cattolica, decisero di integrare le rispettive attività assistenziali in maniera coerente con

il progetto di ampliamento dell'Università, approvato dal Giunta Regionale del Lazio con delibera 4589 del luglio 1985 avente per oggetto "l'utilizzazione da parte dell' [REDACTED] [REDACTED] – [REDACTED]".

Tale collaborazione tra CIC e Cattolica venne formalizzata nella "Convenzione per l'integrazione funzionale delle strutture della casa di Cura "Columbus" (già Moscati) con quelle della Facoltà di medicina e Chirurgia "[REDACTED] [REDACTED]" sottoscritta tra le parti in data 7/03/1986 .

Tale convenzione successivamente rinnovata in maniera coerentemente con gli accordi che la stessa Università stipulava a sua volta con la Regione Lazio ebbe una prima sostanziale modifica nell'autunno del 2014 allorquando le attività rese presso il CIC vennero escluse dal finanziamento pubblico con il collegato venir meno della così detta Maggiorazione Universitaria (inizialmente all'8% poi al 7% su tutte le prestazioni soggette a tariffa) erogata a titolo di contributo per i maggiori costi connessi alle attività didattiche e di ricerca svolte presso lo stesso CIC .

In seguito le varie vicissitudini, in parte derivanti e collegate al lungo contenzioso con la Regione Lazio riguardante i crediti in essere verso il sistema regionale Lazio maturati nel periodo 2000-2011 e alle significative e sostanziali modifiche (in contrazione) dei budget della spesa sanitaria regionale, comportarono la necessaria chiusura della Convenzione in essere con la stipula, in data 8/10/2015, di un contratto di affitto di azienda tra la stessa [REDACTED] e la [REDACTED] che nel frattempo risultava conferitaria del [REDACTED] dalla [REDACTED], avente per oggetto tutta l'attività sanitaria svolta presso il CIC.

Una visione generale dell'attività svolta

Alla data di affitto d'azienda a favore del [REDACTED] la Casa di cura Columbus poteva contare su 242 posti letto accreditati, a seguito di una progressiva riduzione rispetto agli originali 300, suddivisi tra le seguenti specialità cliniche:

- cardiologia e riabilitazione cardiologica;
- chirurgia endocrina;
- chirurgia generale I;
- semeiotica chirurgica e chirurgia dei vasi;

- *chirurgia urologica;*
- *nefrologia e dialisi;*
- *gastroenterologia;*
- *uro-ginecologia;*
- *oculistica;*
- *ortopedia chirurgia della mano;*
- *ortopedia e traumatologia;*
- *reumatologia;*
- *medicina interna; e*
- *terapia intensiva.*

oltre ai collegati servizi/ambulatori di:

- *cardiologia;*
- *medicina nucleare;*
- *angiologia;*
- *neurofisiopatologia;*
- *ginecologia;*
- *consulenze psicologiche;*
- *laboratorio Analisi;*
- *pneumologia;*
- *radiodiagnostica – tac – ecografia – risonanza;*
- *reumatologia;*
- *otorinolaringoiatria;*
- *dermatologia;*
- *medicina interna;*
- *chirurgia generale;*
- *chirurgia urologica;*
- *medicina interna;*
- *odontoiatria;*
- *chirurgia endocrina;*
- *ortopedia;*
- *dialisi; e*

- *All'interno dei ricavi espressi in bilancio sono compresi anche i ricavi per le attività ALPI ed altre attività accessorie inclusa, per quanto non particolarmente rilevante, l'attività relativa alla RSA di Codogno per un fatturato di ca 2.4 k con costi pari a ca 3,0 k (vedi specifico sinottico RSA Codogno 2014-2015) .*

Allo stato bisogna sottolineare che il ramo CIC, contrariamente alla RSA di Codogno, non ha oggettivamente alcuna autonomia operativa in ambito di SSN in quanto, nonostante le ripetute richieste di accreditamento autonomo vedi allegati h), la struttura attualmente non risulta presso la regione Lazio essere accreditata SSN in proprio e pertanto non risulta titolare di alcun collegato budget di spesa : l'attuale "accreditamento", per quanto atipico, risulta in virtù dell'originale delibera Regionale del 1985 di fatto un'estensione dell'accreditamento ex ██████████'.

La disamina finora effettuata ha permesso di evidenziare le caratteristiche e le potenzialità della struttura sanitaria e ricostruire le relative autorizzazioni afferenti il Complesso Integrato Columbus ove viene attualmente svolta l'attività oggetto della presente perizia di stima.

Occorre, a questo proposito, sottolineare l'esistenza di una problematica che potrebbe presentarsi in ordine alla sopra esaminata Convenzione ed al relativo *budget* riferibile al Complesso Integrato Columbus.

In effetti non esistono certezze che possono essere fornite dal Fallimento circa la possibilità e la relativa tempistica per ottenere la voltura della Convenzione a favore del Fallimento della ██████████ e, successivamente, all'eventuale acquirente del Complesso Integrato Columbus, considerando che, per effetto del contratto di affitto di azienda del 2015, la suddetta Convenzione era stata volturata a favore del Policlinico Gemelli ed il relativo *budget* assegnato alla ██████████

* * *

6. LE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE ASTRATTAMENTE APPLICABILI PER LA DETERMINAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DI UNA AZIENDA

Prima di procedere all'individuazione dei criteri adottati e alla conseguente analisi delle modalità di valutazione, è necessario svolgere una significativa e doverosa premessa metodologica.

Nel caso in cui la stima del capitale di trasferimento avvenga non già nell'ottica soggettiva del compratore o del venditore, bensì in quella di un "soggetto terzo" quale è il perito indipendente, si parla di capitale economico aziendale o anche di equo valore di mercato.

Il perito indipendente, nominato dalle parti di comune accordo, dal Tribunale o dall'Autorità Giudiziaria, perviene ad una valutazione neutrale del complesso trasferito e consente l'assegnazione all'azienda di un valore rispondente ai giudizi del generico investitore e non di quelli dei soggetti interessati all'operazione.

L'attività di stima deve considerarsi quindi "neutrale" non in quanto volta a mediare gli interessi delle parti coinvolte nella operazione di acquisizione dell'azienda, ma perché, senza prendere in considerazione le "condizioni soggettive di negoziazione", procede alla determinazione del valore dell'azienda unicamente sulla base delle "condizioni oggettive di negoziazione".

Se, infatti, le prime sono costituite dalle motivazioni, dalla forza contrattuale e dell'abilità negoziale delle parti, le seconde riflettono il valore "intrinseco" dell'azienda, desumibile dall'analisi della situazione di fatto al momento della valutazione.

Appare evidente come il valore del capitale economico possa differire – così come normalmente differisce – dal prezzo effettivo di negoziazione, in quanto il valore del capitale economico non può che essere l'"antecedente logico" di una contrattazione che può attestarsi su tale valore o distaccarsene in modo più o meno significativo.

Come è noto, il capitale economico può essere stimato attraverso varie metodologie, divise in primo luogo tra stime di natura diretta e di natura indiretta.

Le stime di natura diretta fanno riferimento ai prezzi effettivi espressi dal mercato per la partecipazione al capitale dell'azienda da stimare o, in mancanza, di aziende similari per natura e dimensioni.

La determinazione del valore attribuibile avviene attraverso l'applicazione ai dati aziendali medi normalizzati di alcuni moltiplicatori, determinati empiricamente sulla base delle performance di settore o storiche, quali ad esempio i margini, P/E (*Price/Earnings*) o

EV/EBITDA (*Enterprise Value/EBITDA*), il *cash flow*, P/CF (*Price/Cash Flow*), o il volume del fatturato, P/S (*Price/Sales*).

Tutti i metodi in parola, pur se di semplice e immediata applicazione, risultano però fortemente censurabili in quanto, con diverse gradazioni, carenti dei necessari requisiti richiesti da una perizia di stima:

- generalità, poiché il metodo deve prescindere dalle caratteristiche e dagli interessi delle parti coinvolte;
- obiettività, poiché il metodo scelto deve essere concretamente applicabile, basato su dati certi od almeno altamente credibili;
- razionalità, poiché il metodo scelto deve essere concettualmente valido e dotato di consistenza teorica.

A causa delle suddette carenze metodologiche, per le perizie di valutazione delle aziende vengono comunemente utilizzati i metodi di stima di natura indiretta, i quali non si fondano sull'applicazione di parametri di mercato ma sull'analisi di grandezze di natura diversa quali i dati reddituali, finanziari, patrimoniali o misti riferibili all'azienda.

Le metodologie reddituali e quelle finanziarie prevedono l'attualizzazione dei flussi attesi, rispettivamente, reddituali e monetari, ritraibili dall'azienda oggetto di valutazione.

Tali metodi, pur se dotati di una valida base teorica, in alcuni casi appaiono difficilmente applicabili in quanto obbligano a formulare giudizi sul futuro andamento dell'attività aziendale. La loro attendibilità dipende, pertanto, anche dalla disponibilità da parte del perito di dati ed informazioni circa il futuro corso della gestione aziendale.

Il metodo reddituale richiede di effettuare una attenta valutazione volta ad individuare con esattezza due parametri assi importanti: il reddito da attualizzare ed il tasso di attualizzazione.

Il reddito da attualizzare potrà essere individuato avendo come parametro un reddito che possa essere considerato un indicatore medio di normali condizioni di gestione.

Per effettuare la stima di tale valore, si potranno utilizzare dati desunti dall'analisi dei risultati storici, dalla proiezione prospettica di tali risultati oppure dalle risultanze dei *business plan* predisposti dall'azienda.

Il tasso di attualizzazione dovrà risultare "congruo" e tenere conto delle possibili alternative d'investimento proposte dal mercato.

I metodi finanziari, assai diffusi nel modo anglosassone, pongono analoghi problemi di praticità in quanto richiedono assunzioni sull'andamento di alcune variabili difficilmente determinabili, quali la variazione del capitale circolante netto e del capitale fisso.

Essi possono basarsi sull'utilizzo di flussi finanziari operativi (*unlevered*) i quali prendono in considerazione le entrate e le uscite monetarie complessive di periodo oppure di flussi finanziari attesi netti (*levered*) che si riferiscono unicamente alle entrate e alle uscite monetarie della gestione tipica dell'azienda.

Per quanto concerne i metodi *unlevered*, il valore economico dell'equity sarà determinato sottraendo dal valore calcolato i debiti finanziari esistenti e aggiungendo gli eventuali capitali accessori.

I metodi patrimoniali, nelle diverse tipologie di semplice o complesso, vengono anche da noi spesso utilizzati in quanto, pur non essendo dotati di validissime basi teoriche, risultano tuttavia facilmente applicabili per via del loro legame ai dati di bilancio.

Il metodo patrimoniale semplice considera il valore dell'azienda dato dal patrimonio netto rettificato, risultante dalla somma algebrica degli elementi attivi e passivi di bilancio rideterminati a valori correnti di stima o di mercato.

Il metodo patrimoniale complesso prevede che al patrimonio netto rettificato vada aggiunto il valore corrente dei beni immateriali non contabilizzati, quali, ad esempio, il portafoglio clienti, l'organizzazione, la tecnologia utilizzata, le licenze, i marchi, ecc.

I metodi misti, infine, costituiscono una mediazione tra i risultati della stima patrimoniale e quella reddituale.

Il metodo misto patrimoniale-reddituale tiene in considerazione, nel processo valutativo, tanto la sua effettiva consistenza patrimoniale quanto le prospettive di reddito dell'azienda. La sua caratteristica è di cercare di compensare gli elementi di obiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale, quali la valutazione dell'attivo aziendale, ivi compresi i beni e i diritti, al netto dei capitali di terzi investiti in azienda, senza tuttavia trascurare le attese reddituali, concettualmente più rappresentative del valore economico dell'azienda.

Il criterio prevede, in concreto, la determinazione del valore del patrimonio della azienda, mediante la verifica della consistenza delle attività in essa investite, depurato

dalle rispettive passività, cui va aggiunto l'avviamento che rettificcherà in aumento (*goodwill*) o in diminuzione (*badwill*), il predetto valore patrimoniale.

L'avviamento rappresenta, in sostanza, la capacità che viene riconosciuta all'azienda di generare redditi futuri in grado di remunerare il capitale investito in misura maggiore (o minore) rispetto al rendimento offerto da investimenti alternativi.

Un primo procedimento misto, molto frequente nella realtà operativa, noto come "metodo del valor medio", consiste nell'operare una media, semplice o ponderata o di altro tipo, fra la componente patrimoniale e quella reddituale.

Un altro metodo misto molto utilizzato giunge a determinare il valore dell'azienda procedendo alla stima autonoma dell'avviamento.

Il metodo in parola somma al patrimonio netto rettificato il valore dell'avviamento (positivo o negativo) calcolato come differenziale tra reddito medio normale atteso e reddito ritenuto congruo. In alcuni casi, nel valore del patrimonio netto rettificato, vengono inclusi anche i beni immateriali identificabili ma non contabilizzati.

Da alcuni anni, soprattutto nel caso in cui si debba procedere alla valutazione di aziende con un forte avviamento negativo, si assiste all'utilizzo del metodo basato sulla teoria del *going concern value*.

Secondo tale teoria, l'azienda oggetto di stima, sebbene in perdita, per il solo fatto di funzionare, genera valori immateriali positivi che devono essere oggetto di valutazione.

Tutto ciò deriva dalla considerazione che, per costituire un'impresa *ex novo*, gli investitori devono sostenere una congerie di oneri di diversa natura, che non verrebbero sopportati nel caso di acquisizione di un'azienda già esistente ed avviata, pur se in perdita reiterata.

Secondo tale teoria, quindi, si può far coincidere il valore del capitale economico dell'azienda in perdita con il valore che la stessa assume per l'imprenditore intenzionato al suo acquisto, costituito da quegli elementi per i quali l'impresa ha sostenuto costi in passato quali spese di costituzione, organizzazione aziendale, formazione del personale, attività commerciale ai fini della reputazione.

È di preliminare importanza stabilire, tuttavia, se le perdite subite dalla impresa si riprodurranno nel futuro e se esiste la possibilità di eliminarle o contenerle.

Nel caso in cui l'azienda sia risanabile, la valutazione dovrà tenere conto di tali valori mentre se si prevede che l'azienda continui a produrre perdite, la valutazione dovrà essere effettuata unicamente sui singoli beni suscettibili di vendita e non sull'intero complesso aziendale.

Tale criterio di valutazione, seppure molto interessante, trova il suo limite nelle difficoltà insite nella determinazione del valore attuale dei costi da sostenere per la costituzione di una nuova società avente le medesime caratteristiche dell'azienda che si vuole acquisire.

* * *

7. IDENTIFICAZIONE ELEMENTI UTILIZZATI PER IL PROCESSO DI VALUTAZIONE E SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE

Come già accennato, la finalità della presente perizia è quella di determinare il valore dell'azienda di proprietà del Fallimento della ██████████ con lo scopo di provvedere alla sua cessione.

La valutazione del valore fondatamente attribuibile ad una azienda, in generale, si presenta come un processo in continuo divenire, in ordine al quale appare a volte difficile procedere ad una concreta identificazione dei risultati ad essa con certezza riferibili.

Nel caso di specie, con riferimento alla tipologia dell'attività esercitata dalla azienda "Casa di cura Columbus" e alla peculiare situazione di affittanza a favore di un soggetto terzo, occorre effettuare preliminarmente le seguenti considerazioni:

- la situazione di affittanza dell'azienda a favore del ██████████ a partire dall'anno 2005 rende molto difficile la ricostruzione del reale andamento economico e della situazione patrimoniale e finanziaria dell'azienda affittata;
- più in particolare, è stata riscontrata una obiettiva impossibilità di avere notizie concrete e puntuali in merito all'andamento della azienda durante il periodo dell'affittanza alla Fondazione Policlinico Gemelli in quanto i dati contabili relativi

alla Casa di cura Columbus sono “affogati” nella contabilità generale della Fondazione stessa;

- per effetto di quanto sopra non è stato possibile procedere alla stima del valore effettivo degli impianti e delle attrezzature utilizzate dal Policlinico Gemelli di proprietà della Casa di cura Columbus ed oggetto del contratto di affitto d’azienda del 2015. La ricostruzione effettuata sui bilanci degli ultimi anni della ██████████ ██████████ ha permesso di rilevare che tali immobilizzazioni appaio essere quasi completamente ammortizzate, con il rischio di una avanzata anzianità se non addirittura di obsolescenza;
- nella tabella che segue sono stati ricapitolati i dati salienti relativi ai bilanci della ██████████ dall’anno 2008 all’anno 2015:

Anno	Ricavi prestazioni	Utile/perdita operativa	Utile/perdita bilancio
2008	€ 53.233.468,00	€ 3.797.088,00	€ 158.379,00
2009	€ 57.151.615,00	€ 3.836.063,00	€ 187.956,00
2010	€ 60.584.962,00	€ 3.421.927,00	€ 127.793,00
2011	€ 63.151.765,00	€ 5.848.081,00	€ 116.644,00
2012	€ 54.944.692,00	-€ 3.439.098,00	-€ 6.144.125,00
2013	€ 55.075.769,00	-€ 3.973.973,00	-€ 3.038.088,00
2014	€ 56.220.343,00	-€ 5.057.358,00	-€ 26.062.933,00
2015	€ 42.207.328,00	-€ 12.648.867,00	-€ 30.111.194,00

L’esame dei dati di bilancio riassuntivi sopra indicati evidenzia un progressivo peggioramento dei risultati economici dell’attività svolta, con una forte contrazione dei ricavi per prestazioni a partire dall’anno 2012 e conseguenti ingenti perdite sia a livello operativo che di bilancio finale a partire dallo stesso anno;

- alla luce dell’esame dei dati rinvenibili dalla relazione del dott. ██████████ e dei bilanci dallo stesso prodotti, appare evidente come vi sia una fortissima componente del costo del lavoro, con oneri insostenibili allo stato attuale per qualsiasi struttura: attualmente, infatti, l’organico ammonta ad oltre 850 unità su un totale di 242 posti letto, per un rapporto di 3,53 unità per posto letto, ben oltre i limiti accettabili da qualsiasi conto economico riferito ad attività del settore di cui trattiamo;

- vi è una obiettiva impossibilità di avere certezza in ordine all'importo del canone di locazione a cui potrà essere affittata a terzi la struttura, in quanto gli immobili saranno oggetto di vendita all'asta da parte del fallimento in un prossimo futuro ed il canone sarà oggetto di contrattazione con il nuovo proprietario, a meno che non venga stipulato un contratto d'affitto direttamente dal Fallimento.

Tutto quanto sopra evidenziato manifesta l'impossibilità per lo scrivente di procedere ad una stima del valore dell'azienda basandosi sui dati contabili direttamente riferibili alla azienda "Casa di cura Columbus".

Alla luce dei quanto sopra evidenziato, è stato necessario procedere alla identificazione di un appropriato criterio di valutazione, che tenesse conto del corrente presumibile andamento economico dell'azienda, ma che valutasse anche le potenzialità insite nella struttura oggetto di valutazione, tale da permettere una corretta ricostruzione del valore attribuibile alla azienda in oggetto.

Nel nostro caso, infatti, alla luce dei risultati negativi evidenziati, il procedimento di stima prevede la valorizzazione di un avviamento in termini negativi, cioè del c.d. *badwill*, valore che, inconfutabilmente, deve essere preso in considerazione, in quanto anch'esso riferibile direttamente all'azienda, concorrendo alla determinazione del valore ad essa fondatamente attribuibile.

Occorre tuttavia tener presente che, con il diminuire della redditività, il valore di stima più prudentiale è rappresentato dal capitale netto rettificato diminuito del *badwill*. A tale riguardo esiste un valore rappresentante il limite al di sotto del quale non è possibile scendere: il capitale netto di liquidazione che rappresenta appunto il valore di liquidazione per stralcio delle singole attività o di gruppi di attività.

Perciò, nel caso di previsione di sistematici risultati negativi, la soluzione astrattamente percorribile consiste nella cessazione dell'attività e nell'alienazione dei cespiti componenti il capitale: nella realtà però le cose sono spesso molto più complesse e la cessazione dell'attività non è mai così immediata e indolore; in alcuni casi estremi non è addirittura possibile (aziende di interesse pubblico, opposizioni delle forze sociali, ecc.). In questi casi allora la valutazione dovrà tener conto dell'intera rettifica –negativa- dovuta al *badwill*.

Tale ipotesi va attentamente valutata, anche in considerazione della esistenza, a fronte del *badwill* sopra indicato, di un volume consolidato di fatturato annuo per oltre 50 milioni di Euro che costituisce, senza ombra di dubbio, un valore degno di essere considerato.

È fuor di dubbio, infatti, che in mercati difficili come quello in cui opera l'azienda oggetto di valutazione, l'acquisizione di un fatturato cospicuo, come quello del Complesso Integrato Columbus, rappresenta sempre una opportunità per un duplice ordine di motivi:

- da un lato, il maggior fatturato acquisito, anche se correlato agli oneri connessi, permetterà all'azienda acquirente inevitabili sinergie conseguenti alla ripartizione dei costi fissi ed un miglioramento della redditività generale dell'azienda stessa;

- dall'altro lato, l'acquisizione operata porterà alla eliminazione di un competitor dal territorio con la possibilità di maggior potere contrattuale nei confronti sia della propria clientela che vedrà ridursi l'offerta disponibile di attività simili che dei propri fornitori che si troveranno di fronte ad un contraente con maggiore forza contrattuale.

Nel mercato in cui opera la società non è raro il caso di operazioni di acquisizione di azienda in forte perdita concluse ugualmente con il riconoscimento di corrispettivi di cessione non assolutamente correlati ai dati di bilancio.

È il caso, per esempio, della operazione di cessione di una azienda sanitaria a favore del Gruppo Humanitas che recentemente ha acquisito per un importo vicino ai 65 milioni di euro un'azienda con un fatturato di 50 milioni di euro ma nessun utile operativo.

Tali situazioni evidenziano evidentemente come il valore di acquisto possa essere influenzato anche da fattori non direttamente collegati o riferibili unicamente ai dati di bilancio.

Fatte queste necessarie considerazioni preliminari, nella redazione della presente perizia estimativa è stato utilizzato un procedimento di valutazione che, al fine di esprimere il valore economico della Società, potesse prendere in considerazione la redditività futura della Società stessa, basandosi sulla ricostruzione degli andamenti desumibili dalla attuale attività operativa, opportunamente corretti nell'ottica di una ipotesi di ristrutturazione che permettesse il ritorno della struttura alla redditività, tenendo conto

anche degli oneri necessari per raggiungere, in un determinato lasso di tempo, una situazione di equilibrio economico e finanziario e di conseguente redditività.

Nel nostro caso, in sostanza, al fine di addivenire alla determinazione di un valore fondatamente attribuibile alla azienda in esame, è stato sviluppato un processo di valorizzazione della stessa basato sulle seguenti fasi:

- a) elaborazione di un modello di conto economico conseguente ad una ipotesi di ristrutturazione dell'azienda volta al raggiungimento dell'equilibrio economico-finanziario della struttura;
- b) elaborazione del "Piano economico-finanziario", che verrà analizzato nel paragrafo successivo, sviluppato sulla base del modello di conto economico che andremo ad effettuare di seguito;
- c) determinazione del valore fondatamente attribuibile all'azienda oggetto della presente valutazione, mediante l'applicazione del c.d. "Metodo Finanziario", in quanto si ritiene che esso rappresenti al meglio la sintesi delle differenti componenti economiche e patrimoniali dell'azienda oggetto di valutazione.

Si è, quindi, proceduto in paragrafo, alla elaborazione di un modello di conto economico "normalizzato", predisposto in base alle informazioni acquisite circa l'attività operativa svolta e di tutto quello che può contribuire alla composizione dei costi e ricavi caratteristici, tenendo conto, però, di alcuni punti cardine nel processo di ristrutturazione dell'azienda ipotizzato.

Il modello è stato predisposto sulla base di una serie di stime e ipotesi sviluppate secondo l'analisi di sostenibilità aziendale per un'attività imprenditoriale del settore sanitario simile a quella operata dalla Casa di cura Columbus, con lo scopo di verificare se il Complesso Integrato Columbus, mantenendo l'attuale assetto assistenziale, con un miglioramento dell'efficienza delle attività produttive, nel rispetto di tutti i requisiti minimi per l'accreditamento previsti dalla Regione Lazio, potrebbe essere in grado, a pieno regime, di raggiungere un equilibrio economico e produrre utili.

L'ipotesi di ristrutturazione è stata predisposta sulla base della previsione dei seguenti punti cardine del programma:

1. mantenimento in capo alla Casa di Cura Columbus delle autorizzazioni, della convenzione e del budget a favore della clinica, attualmente in capo alla [REDACTED];
2. procedimento di riduzione del personale in linea con la percentuale media rilevata in Italia del rapporto tra personale impiegato e posto letto;
3. applicazione di un canone di locazione per gli immobili in linea con il mercato.

Si tratta ovviamente di un'analisi che prende in considerazione la situazione attuale del Complesso Integrato Columbus e i dati di *benchmark* nazionali delle attività sanitarie analoghe e presuppone una riorganizzazione massiccia della struttura e della organizzazione della Casa di Cura Columbus.

I punti fondamentali posti alla base dell'ipotesi contenuta nel modello proposto prevedono:

- mantenimento degli attuali posti letto con le medesime discipline,
- sviluppo dei volumi di attività tenendo conto dei dati epidemiologici e delle liste di attesa della Regione,
- valore del DRG e tasso di occupazione calcolati secondo le medie regionali,
- revisione dell'organico,
- revisione dei contratti di acquisto di beni e servizi.

IL SETTING ASSISTENZIALE

Si procede ad una breve descrizione delle attività sanitarie ipotizzate nel modello in esame.

Il Complesso Integrato Columbus è caratterizzato dalla presenza di discipline mediche, chirurgiche e da attività di riabilitazione post acuzie con la presenza di 10 posti letto.

Complessivamente il numero di posti letto è pari a 242, di cui 194 per acuti, 28 di day hospital, 10 di riabilitazione post acuzie e 10 per attività in regime di solvenza.

L’Ospedale è accreditato con il Servizio Sanitario Nazionale e copre con le 4 discipline (medicina, chirurgia generale, cardiologia ed otorinolaringoiatria) una ampia gamma di attività. È dotato inoltre di 6 posti letto di terapia intensiva post chirurgica.

Di seguito il numero di posti letto accreditati per disciplina:

Medicina generale	93
Chirurgia generale	73
Cardiologia	14
Otorinolaringoiatria	8
Terapia intensive	6
Riabilitazione	10

Completano l’offerta assistenziale una vasta gamma di attività di specialistica ambulatoriale, di seguito elencate:

Medicina Interna
Chirurgia generale
Cardiologia
Otorinolaringoiatria
Gastroenterologia
Endocrinologia
Reumatologia
Dermatologia
Ginecologia
Fisioterapia

I VOLUMI DI ATTIVITA’

Come noto, nella città di Roma le liste di attesa per i ricoveri in elezione ed i tempi di attesa per le prestazioni di specialistica ambulatoriale sono piuttosto lunghi. Questo fa sì che le strutture accreditate erogatrici di prestazioni sanitarie possano ottenere alti tassi di occupazione per le attività di degenza e saturazione degli spazi offerti per prestazioni di specialistica ambulatoriale.

Sulla base delle considerazioni suddette e tenendo conto del *setting* assistenziale del Complesso Integrato Columbus, evidenziato in precedenza, ipotizziamo di seguito i volumi di attività che possono essere erogati dalla struttura.

Prima di evidenziare nelle tabelle seguenti i dati di ogni singola attività e specialità, evidenziamo sinteticamente i principali dati utilizzati nella nostra analisi:

ATTIVITA' DI RICOVERO INTERA STRUTTURA

- Posti Letto: 242
- Ricoveri: 13.822
- Degenza media: 5,9 giorni
- DRG medio: 3.245 €
- Ricavi: 46,3 M€

ATTIVITA' DI RICOVERO DEGENZE ORDINARIE

- Posti Letto: 194
- Ricoveri: 9.838
- Degenza media: 6,5 giorni
- DRG medio: 3.824 €
- Ricavi: 37,6 M€
- Tasso di occupazione: 93.8%

ATTIVITA' DI RIABILITAZIONE POST ACUZIE

- Posti Letto: 10
- Ricoveri: 224
- Degenza media: 16giorni
- DRG medio: 3.680 €
- Ricavi: 0,8 M€
- Tasso di occupazione: 98%

ATTIVITA' DI DAY HOSPITAL / DAY SURGERY

- Posti Letto: 28
- Ricoveri: 3.360
- Media accessi per paziente: 3,6
- DRG medio: 1.336 €
- Ricavi: 4,4 M€
- Tasso di occupazione: 90%

ATTIVITA' DI RICOVERO DEGENZE SOLVENTI

- Posti Letto: 10
- Ricoveri: 400
- Degenza media: 5 giorni
- DRG medio: 8.500 €
- Ricavi: 3,4 M€
- Tasso di occupazione: 88%

Le tabelle 1,2,3 presentano i dati analitici delle attività di degenza, le tabelle 4 e 5 i dati della specialistica ambulatoriale:

TAB. 1 - ATTIVITA' PER ACUTI

UNITA' OPERATIVA	POSTI LETTO	OCCUP.	DIMESSI	DEGMED	GG.DEG.	DRGMEDIO	FATTURATO
MEDICINA	93	90	3.395	9,0	30.551	3.100	10.522.950
CARDIOLOGIA	14	97	826	6,0	4.957	4.900	4.047.972
CHIRURGIA	73	95	5.063	5,0	25.313	4.000	20.250.200
TESTA / COLLO	8	95	555	5,0	2.774	2.400	1.331.520
TERAPIA INTENSI	6						1.475.112
RIABILITAZIONE	10	98	224		3.577	230	822.710
TOTALE	204		10.062	6,0	67.171	2.926	38.450.464

TAB. 2 - DAY HOSPITAL / DAY SURGERY

--	--	--	--	--	--	--	--

DOTT. ANTONIO MARIA CIPOLLONI
DOTTORE COMMERCIALISTA – REVISORE LEGALE

DIPARTIMENTO	POSTI LETTO		DIMESSI	MED.ACC.	ACCESSI	FATT.XACC.	FATTURATO
DAY HOSPITAL	14		1.344	4,5	6.048	275	1.663.200
DAY SURGERY	14		2.016	3,0	6.048	467	2.824.416
TOTALE	28		3.360	3,6	12.096	371	4.487.616

TAB. 3 - SOLVENTI

DIPARTIMENTO	POSTI LETTO		DIMESSI	DEG.MED.	GG.DEG.	DRG MEDIO	FATTURATO
TOTALE	10		400	5,0	2.000	8.500	3.400.000

TAB. 4 - SPECIALISTICA AMBULATORIALE SSN

DIPARTIMENTO	UNITA' OPERATIVA	PRESTAZ.	TAR.MEDIA	FATTURATO
SERVIZI	LAB. ANALISI	300.000	6,5	1.950.000
	RADIODIAGNOSTIC	34.000	75	2.550.000
	ANATOMIA PATOLOGI	2.000	20	40.000
	GASTROENTEROLOGIA	3.500	65	227.500
AMBULATORI	MEDICINA	4.680	20	93.600
	CHIRURGIA	4.680	25	117.000
	OTORINOLARINGOIATRIA	4.680	25	117.000
	CARDIOLOGIA	4.680	25	117.000
	FISIATRIA	2.808	20	56.160
	ANESTESIOLOGIA	2.808	20	56.160
TOTALE		363.836	15	5.324.420

TAB. 5 - SPECIALISTICA AMBULATORIALE SOLVENTE

DIPARTIMENTO		PRESTAZ.	TAR.MEDIA	FATTURATO
SERVIZI	PRESTAZIONI DIAGNOSTICHE	6.240	105	655.200
AMBULATORI	VISITE SPECIALISTICHE	10.920	115	1.255.800

TOTALE		17.160	111,4	1.911.000
---------------	--	---------------	--------------	------------------

I RICAVI

I ricavi ipotizzati nel modello di conto economico si ottengono moltiplicando i volumi di attività previsti per le tariffe di ricovero e di specialistica ambulatoriale adottate dalla regione Lazio.

In questo studio non vengono presi in considerazione i rimborsi dei farmaci File F.

Il File F è lo strumento per la rendicontazione dei farmaci forniti dalle strutture ospedaliere a pazienti non ricoverati per l'utilizzo ambulatoriale e domiciliare sia intra che extra regione.

Si tratta semplicemente di una partita di giro poiché i costi sostenuti dalla struttura ospedaliera vengono integralmente rimborsati dalla Regione.

Di seguito il riepilogo dei ricavi previsti, espressi in euro:

RICOVERI ORDINARI	€	36.152.642
TERAPIA INTENSIVA	€	1.475.112
RICOVERI DAY HOSPITAL	€	4.487.616
RIABILITAZIONE	€	822.710
RICOVERI SOLVENTI	€	3.400.000
SPECIALISTICA AMBULATORIALE SSN	€	5.324.420
SPECIALISTICA AMBULATORIALE SOLVENTE	€	1.911.000
TOTALE RICAVI ATTIVITA' ASSISTENZIALE	€	53.573.500

L'ORGANICO E L'ORGANIGRAMMA

Determinare l'organico necessario per erogare i servizi assistenziali è senza dubbio la chiave di successo per una struttura ospedaliera. Oggi molte strutture presentano problemi di equilibrio di bilancio a causa del sovradimensionamento degli organi.

Come è noto, il costo del personale rappresenta, nelle aziende ospedaliere, la voce di costo più importante e quindi individuare il giusto rapporto tra organico e volumi di attività da erogare contribuisce al successo dell'azienda.

Ai fini del presente lavoro si assume l'ipotesi che l'organico vada completamente rivisto e non si tiene conto dell'attuale forza lavoro impiegata. Nella determinazione delle risorse necessarie si prendono in considerazione i requisiti minimi per l'accreditamento adottati dalla Regione Lazio.

Ai fini del calcolo del costo aziendale del personale si applica per il personale medico dipendente e per il restante personale non medico il Contratto Collettivo Nazionale di Lavoro AIOP per i dipendenti delle Case di Cura private. Per i Dirigenti Amministrativi, i Direttori di UOC ed altre figure laureate si ipotizza di stipulare contratti di lavoro individuali.

Considerato che il comparto della sanità privata versa in uno stato di crisi economico-finanziaria da ormai diversi anni, i contratti collettivi nazionali di lavoro sia del personale medico che del personale del comparto, scaduti il 31/12/2005, non sono stati più rinnovati. Nel 2010 è stato sottoscritto un accordo economico tra l'AIOP e le OO.SS. per il comparto relativo al biennio 2006 / 2007, con decorrenza da settembre 2010.

In relazione al *setting* assistenziale previsto ed in relazione ai requisiti minimi per l'accreditamento è stato determinato l'organico necessario per coprire le attività di reparto, le guardie, le attività di day hospital e le attività ambulatoriali.

Per quanto riguarda la copertura assistenziale dei servizi i criteri utilizzati sono i seguenti:

Blocco Operatorio: Il B.O. è costituito da 5 sale che lavorano sei giorni alla settimana per 6 ore giornaliere nella fascia mattutina e 3 sale che lavorano tre giorni alla settimana per quattro ore giornaliere nella fascia pomeridiana. Nelle 52 settimane annuali le ore di attività saranno pari a 10.530 per un totale di 1.755 sedute ed un numero di interventi complessivi pari a circa 5.300 casi, inclusi gli interventi a pazienti solventi. Le unità evidenziate nello schema corrispondono ai soli medici anestesisti mentre i chirurghi sono evidenziati nelle specialità di riferimento.

Laboratorio Analisi: si ipotizza che le attività di laboratorio saranno esercitate per dodici ore giornaliere, escluso i festivi, mentre la sala prelievi sarà operativa per sei ore al giorno dal lunedì al sabato.

Radiodiagnostica per immagini: il servizio lavorerà per TC, RMN ed ECO 66 ore settimanali per specialità; per MAMMO e RX 36 ore settimanali per specialità. Complessivamente il servizio rimarrà aperto 270 ore per settimana.

Gastroenterologia: le attività di gastroenterologia saranno esercitate per sei ore al giorno dal lunedì al sabato e per complessive 24 ore nel pomeriggio dal lunedì al venerdì.

Anatomia Patologica: il servizio di anatomia patologica saranno esercitate per sei ore al giorno dal lunedì al sabato e per complessive 24 ore nel pomeriggio dal lunedì al venerdì.

La tabella 1 evidenzia l'organico medico previsto a regime per unità operativa e per attività.

Per coprire tutti i servizi assistenziali (attività di reparto, attività di *day hospital*, attività ambulatoriale, attività di guardia ed attività chirurgica) sono necessarie 115 unità di personale medico, di cui 11 Direttori di unità operative e 104 medici.

Tab. 1

AREA ATTIVITA'	UNITA' OPERATIVA	P.L.	Dir.U.O.	degenze	sala op	guardia	ambula	TOTALE
DEGENZA ORDINARIA	MEDICINA	93	1	15		3	1	20
	CHIRURGIA	73	1	10	12	3	1	27
	CARDIOLOGIA	14	1	5			1	7
	TESTA/COLLO	8	1	5			1	7
	TERAPIA INTENSIVA	6	1	8			1	10
RIABILITAZIONE	RECUPERO E RIAB. FUNZ.	10	1	5				6
SOLVENTI		10						0
DH / DS	DAY HOSPITAL	14	1	3				4
	DAY SURGERY	14		3				3
SERVIZI	BLOCCO OPERATORIO			1	6		1	8
	LAB. ANALISI		1				4	5
	RADIODIAGNOSTICA		1				10	11
	GASTROENTEROLOGIA		1				3	4
	ANATOMIA PATOLOGICA		1				2	3
TOTALE		242	11	55	18	6	25	115

La tabella 2 evidenzia l'organico di personale sanitario non medico previsto a regime per unità operativa e per attività.

Per coprire tutti i servizi assistenziali (attività di reparto, attività di *day hospital*, attività ambulatoriale, attività di guardia e attività chirurgica) sono necessarie 255 unità di personale sanitario non medico, di cui 13 coordinatori, 145 infermieri, 25 tecnici di laboratorio e di radiologia, 12 fisioterapisti e 60 OSS.

Tab. 2

AREA ATTIVITA'	UNITA' OPERATIVA	P.L.	Coordin.	Inferm.	Tecnici	Fisiot.	OSS	TOTALE
DEGENZA ORDINARIA	MEDICINA	93	1	35			14	50
	CHIRURGIA	73	1	29			12	42
	CARDIOLOGIA	14	1	15			7	23
	TESTA/COLLO	8	1	12			6	19
	TERAPIA INTENSIVA	6	1	18			4	23
RIABILITAZIONE	RECUPERO RIAB. FUNZ.	10	1			12	6	19
SOLVENTI		10	1	10			5	16
DH / DS	DAY HOSPITAL	14	1	3				4
	DAY SURGERY	14		3				3
SERVIZI	BLOCCO OPERATORIO		1	13			4	18
	LAB. ANALISI		1	2	9			12
	RADIODIAGNOSTICA		1	2	12		2	17
	GASTROENTEROLOGIA		1	3				4
	ANATOMIA PATOLOGICA			1		4		5
TOTALE		242	13	145	25	12	60	255

L'organico del personale amministrativo è costituito da 52 unità di cui 4 Direttori, 3 Quadri e 45 Impiegati.

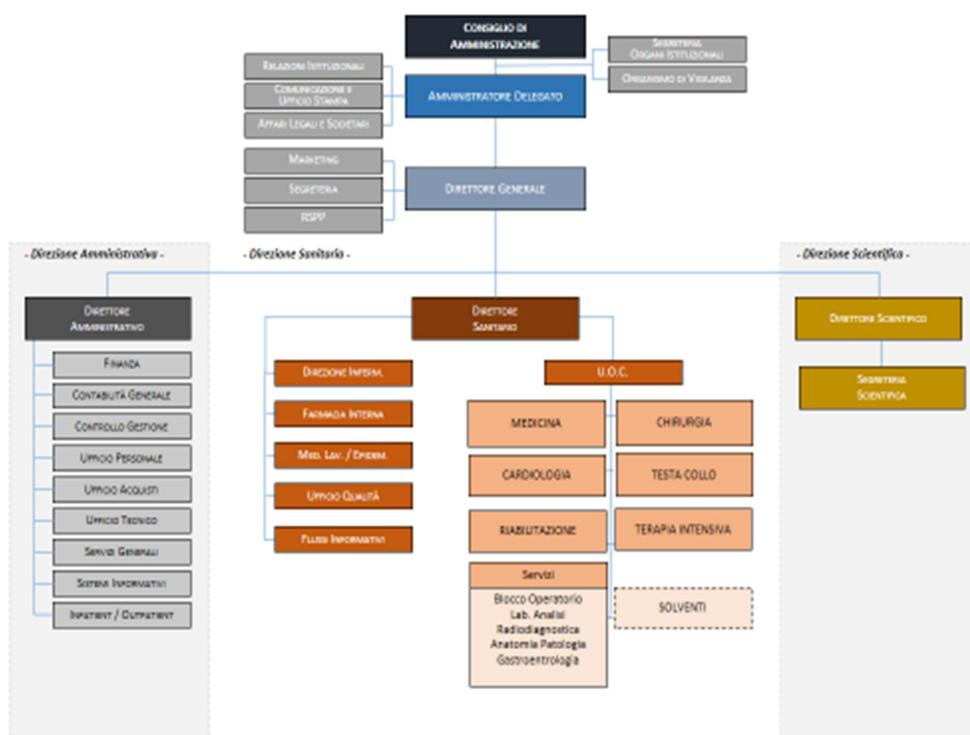
Complessivamente l'organico previsto è costituito da 422 unità, di cui 15 Dirigenti, 104 medici, 195 figure sanitarie non mediche, 48 amministrativi e 60 OSS.

Il suddetto organico prevede l'esternalizzazione di tutti i servizi non strettamente sanitari di cui si parlerà nei paragrafi successivi.

Sarà inoltre necessario attivare contratti di collaborazione con le seguenti figure professionali:

- Medico competente per la sorveglianza sanitaria dei lavoratori;
- Medico autorizzato per la sorveglianza medica dei lavoratori esposti a radiazioni ionizzanti;
- Esperto qualificato in radioprotezioni.

Si procede, di seguito, alla indicazione dell'organigramma aziendale previsto:



I COSTI DEL PERSONALE

La determinazione del costo del personale dipende non solo dal tipo di contratto collettivo applicato ma anche da altre variabili che difficilmente possono essere previste in una analisi di questo tipo. Infatti, per alcune figure professionali occorre considerare l'anzianità di servizio, le esperienze fatte, la necessità di assumere personale qualificato che richiede una retribuzione maggiore e così via. In altre parole, il costo non dipende dal

tipo di contratto applicato ma dal risultato di una negoziazione del contratto di assunzione tra il dipendente e l'azienda.

Per determinare il costo aziendale del personale indicato nel paragrafo precedente, si è utilizzato come riferimento il Contratto Collettivo Nazionale di Lavoro AIOP per i dipendenti delle Case di Cura private e per i Dirigenti Amministrativi, i Direttori di UOC ed altre figure laureate si è ipotizza di stipulare contratti di lavoro individuali, tenendo conto dei valori medi di mercato.

Di seguito la tabella del costo del personale (in euro).

Il costo aziendale è composto dalla retribuzione lorda del dipendente, dall'accantonamento del TFR e dagli oneri contributivi a carico dell'azienda.

	DIRIGENTI	MEDICI	QUADRI	SANITARI	AMMIN.	OSS	TOTALE
UNITA'	15	104	16	182	45	60	422
COSTO MEDIO AZIENDALE	184.000	84.000	51.500	35.500	35.500	29.000	52.414
COSTO TOTALE	2.760.000	8.736.000	824.000	6.461.000	1.597.500	1.740.000	22.118.500

I COSTI PER FARMACI E DISPOSITIVI SANITARI

Per il calcolo dei costi relativi al consumo di farmaci, dispositivi sanitari, utilizzo di sangue ed altro materiale sono stati considerati costi medi unitari che sono abbastanza aderenti alla realtà del Complesso Integrato Columbus in funzione dell'assetto e delle tipologie di attività effettuate.

In particolare, per il consumo di farmaci è stato previsto un costo medio di euro 270 per paziente; per il consumo di dispositivi sanitari è stato previsto un costo medio di euro 230 per paziente mentre per l'altro materiale è stato previsto un costo medio unitario di 60 euro per paziente.

Per quanto riguarda il consumo di sangue, sulla base del numero di interventi chirurgici previsti è stato stimato un consumo di 1.800 sacche di globuli rossi, 300 sacche di plasma e 150 di piastrine. Il costo complessivo è di circa euro 395 mila.

Di seguito il riepilogo dei costi (euro x 1.000) IVA esclusa:

Farmaci:	3.815
Dispositivi sanitari:	3.249
Altro materiale:	848
Sangue:	396

I SERVIZI ESTERNALIZZATI

Negli ultimi anni si è sempre più diffusa, nelle aziende sanitarie, la pratica di esternalizzare tutti i servizi ospedalieri che non fossero strettamente legati all'assistenza. Questo ha consentito alle strutture sanitarie di concentrarsi esclusivamente sui servizi assistenziali ed ottenere, al tempo stesso, servizi non sanitari di qualità, erogati da aziende specializzate nel settore.

Anche nella nostra ipotesi di lavoro abbiamo previsto l'esternalizzazione dei seguenti servizi:

- Accoglienza,
- Pulizie,
- Ristorazione,
- Lava-nolo,
- Sterilizzazione,
- Smaltimento rifiuti.

Il Servizio di Accoglienza riguarda le attività di portineria, centralino telefonico, prenotazione telefonica, accettazione ambulatoriale e ricoveri, trasferimenti interni di pazienti, facchinaggio e trasporti interni.

Per le suddette attività sono state calcolate complessivamente circa 850 mila ore annue ad un costo orario di euro 18,00 per tutte le attività tranne per il facchinaggio dove è stata prevista una tariffa oraria di euro 17,00.

Il Servizio di Pulizie viene effettuato su una superficie di circa 23.000 mq. suddivisi in aree con differenti tariffe come di seguito evidenziato:

Area ad alto rischio: € 3,30 mq

Area a medio rischio: € 2,75 mq.

Area a basso rischio: € 1,65 mq.

Aree esterne: € 0,30 mq

Complessivamente è stato previsto un costo di circa euro 631 mila iva esclusa.

Il Servizio di Ristorazione viene erogato ai pazienti ricoverati e valorizzato in funzione dei pasti effettivamente consumati secondo le seguenti tariffe:

Colazione € 1,20

Pranzo € 4,70

Cena: € 4,70

Giornata alimentare solventi: € 16,50

Complessivamente è stato previsto un costo di circa euro 700 mila iva esclusa.

Il Servizio di Lava-nolo riguarda il noleggio ed il lavaggio della biancheria e delle divise del personale oltre alla fornitura di kit sterili per sala operatoria. La biancheria viene valorizzata per giornate di degenza, le divise vengono valorizzate per numero di dipendenti ed i Kit sterili vengono valorizzati per numero di interventi chirurgici sulla base delle seguenti tariffe:

Degenza € 3,95

Divise personale € 0,55

Kit sterili € 27

Monokit € 4

Complessivamente è stato previsto un costo di circa euro 527 mila iva esclusa.

Il Servizio di Sterilizzazione riguarda il noleggio dello strumentario chirurgico ed il servizio di sterilizzazione dello stesso. Per il noleggio è stato previsto un costo annuo di euro 300 mila mentre per il servizio è stato previsto un costo annuo di euro 600 mila. Le cifre indicate sono iva esclusa.

Il Servizio di Smaltimento rifiuti riguarda sia lo smaltimento di rifiuti speciali e pericolosi sia i rifiuti solidi urbani. Per questo servizio è stato stimato un costo complessivo di circa euro 400 mila iva esclusa.

Per i rifiuti speciali sono state applicate le seguenti tariffe al kg.:

Rifiuti pericolosi	€ 2,0
Sostanze chimiche	€ 1,5
Medicinali	€ 2,0
Altri rifiuti pericolosi	€ 4,0
Altri rifiuti non pericolosi	€ 1,5
Apparecchiature e componenti	€ 1,0

IL LIVELLO TECNOLOGICO DELLE ATTREZZATURE

Ai fini del calcolo del costo di manutenzione sulle apparecchiature e sulle infrastrutture software è stato considerato il seguente livello tecnologico:

Diagnostica per immagini

- 1 RM 1,5T Short Bore, 70 cm
- 1 CT Scanner 128 Cardiac Software
- 1 Radiography Table System
- 1 C-Arm System Angiography Cardiovascular Fp
- 1 Portable Digital X Ray
- 1 Digital Mammography with Tomo
- 3 Radiology Ultrasound
- 2 Breast Ultrasound
- 2 Cardio Ultrasound

Blocco Operatorio

- 5 Sale chirurgiche
- 1 Recovery Room

Terapia Intensiva

- 6 Posti letto

Laboratorio analisi

Altre apparecchiature

- 2 video colonne per Gastro / Colonscopia
- 1 video colonna per Laparoscopia
- Altre apparecchiature minori

IT&TLC

- Data Centre
- Networking
- Disaster Recovery Infrastructure

SW

- Integrated Medical SW Suite with Electronic Folder
- Integrated Administrative SW
- Integrated Personnel Management SW

I COSTI

Si procede quindi al riepilogo dei costi relativi all'ipotesi di ristrutturazione evidenziati in precedenza:

DETTAGLIO COSTI

PERSONALE	22.119
LIBERI PROFESSIONISTI	2.140
FARMACI	3.815

PRESIDI SANITARI	3.249
SANGUE	396
ALTRO MATERIALE	848
PULIZIE	631
LAVANOLO	527
ACCOGLIENZA	895
RISTORAZIONE	699
SMALTIMENTO RIFIUTI	400
GAS MEDICALI	300
STERILIZZAZIONE	900
ALTRI SERVIZI	400
CONSULENZE	500
MANUTENZ. IMMOBILE	500
MANUT. IT & EQUIPMENT	800
UTENZE	1.600
ASSICURAZIONI	1.000
LEASING	200
IT & EQUIPMENT	500
AMMORTAMENTI	1.000
ONERI FINANZIARI	1.500
ALTRI COSTI	500
IVA INDEDUCIBILE	3.038
AFFITTO	2.855
TOTALE COSTI (euro x 1.000)	51.311

IL CONTO ECONOMICO

Si riporta, di seguito, il modello di conto economico redatto sulla base di quanto sopra ipotizzato:

RICAVI	(EURO)	%
- SSN	48.262.500	90,1
- SOLVENTI	5.311.000	9,9
RICAVI TOTALI	53.573.500	100,0
COSTI OPERATIVI		
- PERSONALE	22.118.500	41,3
- FARMACI E DISPOSITIVI SAN.	7.459.584	13,9
- SERVIZI	10.293.084	19,2
- IVA INDETRAIBILE	3.038.450	5,7
-ONERI DIVERSI DI GESTIONE	500.000	0,9
-AFFITTO	2.855.350	5,3
-NOLEGGI	800.000	1,5

Dovendo ipotizzare una cessione dell'azienda a favore di terzi da parte del Fallimento, è stato necessario, pertanto, ipotizzare una operazione di riorganizzazione finalizzata a ridurre in maniera consistente gli organici.

È evidente che i livelli occupazionali indicati nella presente relazione non sono facilmente raggiungibili nel breve periodo, ma è necessario tener presente la necessità di attuare una serie di politiche volte alla riduzione di tale onere per raggiungere l'equilibrio di bilancio.

3) Ridefinizione dei contratti dei servizi esternalizzati

Ulteriori risparmi di costo potranno, poi, essere ottenuti con la ridefinizione dei contratti per l'esternalizzazione dei servizi attualmente operati dai dipendenti della struttura, che generano costi non sostenibili in un'ottica di ottimizzazione dell'attività e dei relativi costi di gestione.

8. PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO

Le risultanze della ricostruzione effettuata nel paragrafo precedente sono state, quindi, utilizzate per la determinazione del piano economico-finanziario ipotizzato per l'azienda della Casa di cura Columbus, analizzato nel presente paragrafo.

8.1 Stima dei ricavi

La Tabella che segue riporta i ricavi annui "normali" stimati per l'azienda oggetto di valutazione, in base ai criteri descritti nelle Sezioni precedenti. Emerge un valore della produzione complessivo di circa € 53,5 milioni annui.

RICOVERI	%			DEG		DRG	
	PL	OCC.NE	DIMESSI	MEDIA	GG DEG	MEDIO	RICAVI
MEDICINA	93	90	3.395	9	30.551	3.100	10.522.950
CARDIOLOGIA	14	97	826	6	4.957	4.900	4.047.972
CHIRURGIA	73	95	5.063	5	25.313	4.000	20.250.200

DOTT. ANTONIO MARIA CIPOLLONI
DOTTORE COMMERCIALISTA – REVISORE LEGALE

TESTA/COLLO	8	95	555	5	2.774	2.400	1.331.520
RIABILITAZIONE	10	98	224	0	3.577	230	822.710
TOTALE	198		10.062		67.171		€ 36.975.352
DAY HOSPITAL	14		1.344	4,5	6.048	€ 275	€ 1.663.200
DAY SURGERY	14		2.016	3,0	6.048	€ 467	€ 2.824.416
	28		3.360		12.096		€ 4.487.616
TERAPIA INTENSIVA	6	0	0	0	0	0	1.475.112
SOLVENTI	10	88%	400	5	2.000	€ 8.500	€ 3.400.000
SERVIZI							
LAB ANALISI					300.000	€ 6,5	€ 1.950.000
RADIODIAGNOSTICA					34.000	€ 75,0	€ 2.550.000
ANATOMIA PATOLOGICA					2.000	€ 20,0	€ 40.000
GASTROENTEROLOGIA					3.500	€ 65,0	€ 227.500
					339.500	€ 14,0	€ 4.767.500
AMBULATORI							
MEDICINA					4.680	€ 20,0	€ 93.600
CHIRURGIA					4.680	€ 25,0	€ 117.000
OTORINOLARINGO					4.680	€ 25,0	€ 117.000
CARDIOLOGIA					4.680	€ 25,0	€ 117.000
FISIATRIA					2.808	€ 20,0	€ 56.160
ANESTESIOLOGIA					2.808	€ 20,0	€ 56.160
					24.336	€ 22,9	€ 556.920
SOLVENTI AMBULATORIALE							
PRESTAZIONI DIAGNOSTICHE					6.240	€ 105,0	€ 655.200
VISITE SPECIALISTICHE					10.920	€ 115,0	€ 1.255.800
					17.160	€ 111,4	€ 1.911.000
TOTALE							€ 53.573.500

8.2 Stima dei costi

I costi operativi sono quelli stimati nelle Sezioni precedenti, ai quali va aggiunto il costo “normale” per l’affitto della struttura nella quale la casa di cura opera.

Tale costo è stato stimato applicando alla superficie lorda occupata, un parametro medio di mercato, per la zona e la destinazione, pari a € 11/mq/annuo.

Questo parametro è in linea con le valutazioni di varie fonti riportate sotto (OMI, Borsino Immobiliare, Immobiliare.it):

	€/mq minimo	€/mq medio	€/mq massimo
OMI	10,0	12,3	14,5
BORSINO	11,0	10,6	16,0
IMMOBILIARE	10,5	12,6	14,7
Media	10,5	11,8	15,1

Applicando il parametro di € 11/mq alla superficie dell'immobile, pari a 21.631 metri quadri, emerge un valore del canone annuo pari a € 2.855.350, canone che abbiamo assunto doversi considerare "esente" da IVA.

8.3 Conto Economico "normale", a regime

Nella Tabella che segue è riportato il conto economico atteso per una struttura con le caratteristiche e operatività della Casa di Cura Columbus. I parametri che emergono, in particolare un *EBITDA margin* di circa il 9% dei ricavi, possono considerarsi realistici e conseguibili.

RICAVI

SSN	€ 48.262.500	90,1%
<i>RICOVERI ORDINARI</i>	<i>€ 36.152.642</i>	
<i>DAY HOSPITAL/DAY SURGERY</i>	<i>€ 4.487.616</i>	
<i>RIABILITAZIONE</i>	<i>€ 822.710</i>	
<i>AMBULATORIO SSN</i>	<i>€ 5.324.420</i>	
<i>RIMBORSO A FUNZIONE PER TERAPIA</i>		
<i>INTENSIVA</i>	<i>€ 1.475.112</i>	

SOLVENTI	€ 5.311.000	9,9%
	<i>SOLVENTI</i> € 3.400.000	
	<i>AMBULATORIO SOLVENTI</i> € 1.911.000	
	€ 53.573.500	100,0%
COSTI		
Personale	-€ 22.118.500	-41,3%
... Salari e stipendi	-€ 16.398.026	-30,6%
... Oneri sociali	-€ 4.729.823	-8,8%
... Accantonamento Fondo TFR	-€ 947.401	-1,8%
	<i>n.° dipendenti medio annuo</i> 422	
	<i>costo unitario medio annuo</i> -€ 52.414	
... Altri costi del personale	-€ 43.250	-0,1%
Materie prime, suss., consumo e merci		
(nette)	-€ 9.006.377	-16,8%
... Medicinali e presidi	-€ 7.459.584	-13,9%
	<i>Farmaci</i> -€ 3.814.560	-7,1%
	<i>Presidi</i> -€ 3.249.440	-6,1%
	<i>Sangue</i> -€ 395.584	-0,7%
... Vitto	-€ 699.113	-1,3%
... Materiali di manutenzione e altri acquisti	-€ 847.680	-1,6%
Servizi	-€ 10.293.084	-19,2%
... Prestazioni sanitarie e tecnico-sanitarie	-€ 2.140.040	-4,0%
... Servizi amministrativi generali	-€ 3.953.044	-7,4%
	<i>Pulizie</i> -€ 631.200	-1,2%
	<i>Lava-nolo</i> -€ 526.800	-1,0%
	<i>Accoglienza</i> -€ 895.044	-1,7%
	<i>Altri servizi</i> -€ 400.000	-0,7%
	<i>Consulenze</i> -€ 500.000	-0,9%
	<i>Assicurazioni</i> -€ 1.000.000	-1,9%
... Utenze e manutenzioni	-€ 4.200.000	-7,8%
	<i>Utenze</i> -€ 1.600.000	-3,0%
	<i>Smaltimento rifiuti</i> -€ 400.000	-0,7%
	<i>Gas Medicali</i> -€ 300.000	-0,6%

<i>Sterilizzazione</i>	-€ 600.000	-1,1%
<i>Manutenzione immobile</i>	-€ 500.000	-0,9%
<i>Manutenzione IT & Equipment</i>	-€ 800.000	-1,5%
Iva indetraibile	-€ 3.038.450	-5,7%
Oneri diversi di gestione	-€ 500.000	-0,9%
EBITDAR	€ 8.617.089	16,1%
Affitti	-€ 2.855.350	-5,3%
Noleggi (IT & Equipment)	-€ 800.000	-1,5%
Leasing	-€ 200.000	-0,4%
EBITDA	€ 4.761.739	8,9%
Ammortamenti beni materiali	-€ 1.000.000	-1,9%
EBIT	€ 3.761.739	7,0%
Proventi (oneri) finanziari	-€ 1.500.000	
RISULTATO ANTE IMPOSTE	€ 2.261.739	4,2%
Imposte dell'esercizio	-€ 631.478	
... ires	-€ 542.817	
... irap	-€ 88.660	
RISULTATO NETTO	€ 1.630.262	3,0%

8.4 Flusso di cassa stimato

Partendo dal conto economico definito sopra, abbiamo stimato il flusso di cassa annuale dell'azienda, come segue.

FLUSSO DI CASSA STIMATO	
EBITDA	€ 4.761.739
TFR ACCANTONATO	€ 947.401
INVESTIMENTI	-€ 1.100.000
IMPOSTE	-€ 631.478
TFR PAGATO	-€ 200.000
UNLEVERED CASH FLOW	€ 3.777.663
ONERI FINANZIARI	-€ 1.500.000
LEVERED CASH FLOW	€ 2.277.663

8.5 Oneri straordinari (“extra costi”)

Si è previsto che nei primi anni di attività l’azienda sostenga degli “extra costi” al fine di raggiungere il conto economico “normalizzato” riportato sopra. In particolare, come già specificato all’interno del paragrafo precedente, è possibile ristabilire un equilibrio di bilancio attraverso tre assi portanti:

- 1) incremento dell’efficienza nelle attività esistenti;
- 2) revisione dell’organico;
- 3) ridefinizione dei contratti dei servizi esternalizzati.

Per quanto concerne l’organico, l’ipotesi adottata prevede che il raggiungimento dell’organico “target” possa avvenire, progressivamente, in un arco tempo complessivo di tre anni:

- nel primo anno non si ipotizza di conseguire riduzioni e risparmi di costo;
- nel secondo è prevista una uscita di 1/3 degli organici in eccesso;
- nel terzo anno di un ulteriore terzo e dall’inizio del quarto anno operare con l’organico a regime.

Il piano finanziario prevede, inoltre, anche la erogazione, a titolo di “buonuscita” di un importo pari al 50% del costo annuale di ciascuna figura professionale, come riportato nella Tabella che segue.

PERSONALE DIPENDENTE	ORGANICO ATTUALE	ORGANICO PIANO	DELTA	COSTO MEDIO ANNUO DA PIANO	MAGGIOR COSTO ANNO 1 (NESSUNA USCITA)	MAGGIOR COSTO ANNO 2 (ESCE 1/3 DEGLI ESUBERI)	MAGGIOR COSTO ANNO 3 (ESCONO 2/3 DEGLI ESUBERI)	+ 6 MESI DI BUONA USCITA
DIRIGENTI AMM.VI E SANITARI	14	15	1	€ 184.000	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0
MEDICI DIRETTAMENTE IN FORZA	111	104	-7	€ 84.000	-€ 588.000	-€ 392.000	-€ 196.000	-€ 294.000
COMPARTO	726	303	-423	€ 35.058	-€ 14.829.431	-€ 9.886.287	-€ 4.943.144	-€ 7.414.715
SUBTOTALE CIC	851	422	-429		-€ 15.417.431	-€ 10.278.287	-€ 5.139.144	-€ 7.708.715

Per quanto concerne i servizi da esternalizzare, l’ipotesi adottata prevede che il raggiungimento di questa configurazione possa avvenire, progressivamente, in un arco tempo complessivo di due anni, con un *saving* a regime stimato del 15% rispetto al costo attuale, come riportato nella Tabella che segue.

COSTO SERVIZI POI DA ESTERNALIZZARE	DA PIANO (A REGIME)	IPOTESI 15% SAVING	MAGGIOR COSTO ANNO 1 (nessun outsourcing)	MAGGIOR COSTO ANNO 2 (metà effetto outsourcing)
... Vitto	-€ 699.113	-€ 822.485	-€ 123.373	-€ 61.686
Pulizie	-€ 631.200	-€ 742.588	-€ 111.388	-€ 55.694
Lava-nolo	-€ 526.800	-€ 619.765	-€ 92.965	-€ 46.482
Accoglienza	-€ 895.044	-€ 1.052.993	-€ 157.949	-€ 78.974
Smaltimento rifiuti	-€ 400.000	-€ 470.588	-€ 70.588	-€ 35.294
Sterilizzazione	-€ 600.000	-€ 705.882	-€ 105.882	-€ 52.941
	-€ 3.752.157	-€ 4.414.302	-€ 662.145	-€ 331.073

Complessivamente, quindi, gli “extra costi” che dovranno essere sopportati prima di portare la struttura a regime, sono di circa € 44 milioni, come indicato sotto:

EXTRACOSTI	ANNO 1	ANNO 2	ANNO 3	ANNO 4	TOTALE
PERSONALE IN ESUBERO (> COSTO VS. STD)	-€ 15.417.431	-€ 10.278.287	-€ 5.139.144	€ 0	-€ 30.834.861
COSTO "SCIVOLO" MEDICI (6 MENSILITA')	€ 0	-€ 98.000	-€ 98.000	-€ 98.000	-€ 294.000
COSTO "SCIVOLO" COMPARTI (6 MENSILITA')	€ 0	-€ 2.471.572	-€ 2.471.572	-€ 2.471.572	-€ 7.414.715
> COSTO SERVIZI POI DA ESTERNALIZZARE	-€ 662.145	-€ 331.073	€ 0	€ 0	-€ 993.218
INVESTIMENTI MACCHINARI	-€ 600.000	-€ 600.000	-€ 600.000	-€ 600.000	-€ 2.400.000
INVESTIMENTI STRUTTURA	-€ 500.000	-€ 500.000	-€ 500.000	-€ 500.000	-€ 2.000.000
TOTALE EXTRACOSTI	-€ 17.179.576	-€ 14.278.932	-€ 8.808.715	-€ 3.669.572	-€ 43.936.795

9. VALUTAZIONE CON IL “METODO FINANZIARIO”

Tutti i dati contenuti nel “Piano economico-finanziario” sono stati utilizzati per la determinazione del valore fondatamente attribuibile all’azienda oggetto della presente valutazione, procedendo alla scelta del metodo di valutazione più corretto, all’interno di un ventaglio di modalità ampiamente descritte in precedenza.

Nel caso in esame, lo scrivente ha ritenuto opportuno applicare per la valutazione il c.d. “Metodo Finanziario” (*Unlevered Discounted Cash Flow*), in quanto si ritiene che esso rappresenti al meglio la sintesi delle differenti componenti economiche e patrimoniali dell’azienda oggetto di valutazione.

9.1 Il Metodo Finanziario (*Unlevered Discounted Cash Flow*)

I metodi finanziari prescindono dal capitale investito e dalle misure di reddito, mentre tengono conto esclusivamente dei flussi monetari generati dall’iniziativa: il valore di

mercato del bene è calcolato attualizzando alla data della valutazione sia i flussi di cassa prospettici sia il valore residuo della società o dell'iniziativa.

La valutazione finanziaria viene ormai sempre più frequentemente condotta utilizzando l'*Unlevered Discounted Cash Flow Analysis*, o metodo dei flussi di cassa prima degli oneri finanziari. Questo approccio valutativo è finalizzato alla definizione di un prezzo di acquisto di un'azienda, o di valorizzazione di un investimento, come differenza tra il valore dell'investimento dell'ipotetico acquirente e la posizione finanziaria netta iniziale.

Il valore dell'investimento è dato, a sua volta, dalla somma di due componenti:

1. la prima è componente costituita dalla **somma del valore attuale dei flussi di cassa futuri** (calcolati prima degli oneri o proventi finanziari) attesi nell'arco temporale considerato nell'analisi, attualizzati al costo medio ponderato del capitale (*WACC – Weighetd Average Cost of Capital*).
2. la seconda componente è rappresentata dal **valore "finale" aziendale**, calcolato, se considerato applicabile, normalmente come rendita perpetua del flusso monetario della gestione caratteristica (flusso di cassa prima degli oneri finanziari) di un anno "standard", stimato in base ai risultati previsti per gli ultimi anni del periodo di osservazione considerato dall'analisi, ad un tasso di capitalizzazione *WACC-g* che tiene conto del tasso di crescita del flusso di cassa normalizzato (*g*). Tale valore finale viene poi attualizzato al tasso *WACC*.

L'importo dell'investimento (o *Enterprise Value*) viene poi ridotto o aumentato, come detto in precedenza, dell'importo della posizione finanziaria netta, per ottenere l'*Equity Value*.

Il valore dell'azienda o del ramo di azienda, quindi, deriva dall'applicazione della seguente formula:

$$V = \left\{ \left[\frac{Kn}{W-g} (1+w)^{-n} \right] + \sum_{t=1} CF_t (1+w)^{-t} \right\} - P$$

Le variabili da stimare ai fini della valutazione sono le seguenti:

Kn	= flusso di cassa atteso al lordo degli oneri/proventi finanziari
w	= tasso di attualizzazione, pari al costo medio ponderato del capitale
g	= tasso di crescita del flusso di cassa normalizzato
CF	= flussi di cassa attesi al lordo degli oneri finanziari
P	= posizione finanziaria netta alla data della valutazione
n	= numero di esercizi considerati
t	= numero dell'esercizio di riferimento

Il metodo finanziario, l'*Unlevered Discounted Cash Flow Analysis*, è stato applicato alla valutazione dell'azienda con le seguenti fasi di lavoro:

- definizione dei cash flow da utilizzare per la valutazione;
- calcolo del costo medio ponderato del capitale (*WACC*);
- stima del valore finale dell'azienda al termine del periodo preso in esame;
- periodo di riferimento;
- posizione finanziaria netta iniziale;
- valutazione in base al metodo finanziario.

Nei paragrafi che seguono sono descritti i parametri utilizzati nella valutazione.

a. Definizione dei *cash flow* per la valutazione

Per la definizione del valore dell'azienda sanitaria "Casa di Cura Columbus" sono stati utilizzati i *free cash-flow*, ossia i flussi di cassa complessivi, prima degli oneri o proventi finanziari. I valori utilizzati, *unlevered* e al netto delle imposte, sono quelli che emergono dal piano economico-finanziario descritto in precedenza.

b. Calcolo del costo medio ponderato del capitale (*WACC*)

Il tasso di attualizzazione è normalmente calcolato in misura pari al costo medio ponderato del capitale dell'azienda. Esso rappresenta il rendimento che gli investitori si attendono sia relativamente al capitale di rischio che al capitale di credito per investire in un'attività nel settore dell'azienda oggetto di valutazione e con un profilo simile di rischio.

Per calcolare tale parametro è stato necessario individuare i valori indicati nei paragrafi che seguono.

b.1 Mezzi propri e mezzi di terzi

Il *Debt/Equity ratio* utilizzato è quello standard per il settore “*Hospitals/Healthcare Facilities*”.

(1) D/E ratio	
D/E Ratio	81,25 %
Equity	55,2 %
Debt	44,8 %
	100,0 %

(Fonte: analisi del Prof. Damodaran - gennaio 2018)

b.2 Tasso risk free

Il tasso di rendimento normale atteso indica la remunerazione minima del capitale di rischio che esigono gli azionisti per investire nell'azienda piuttosto che in altre attività. È pari alla somma tra il “tasso *risk-free*”, il tasso di rischio generico di mercato e il tasso di rischio del settore e quello specifico dell'azienda.

Il tasso su investimenti privi di rischio è stimato di norma in base al rendimento netto di titoli pubblici con un orizzonte temporale simile a quello dei flussi attesi da attualizzare. Nel caso specifico, il tasso è stato calcolato in base al rendimento netto medio dei BTP Italiani a 5 anni (fonte: <http://www.dt.tesoro.it> – asta del 31/10/2018).

(2) Risk-free rate	
Rendimento netto BTP 5 anni	2,26%
Tasso di inflazione	1,20%
Real Risk free rate	1,05%

Il *risk-free rate* è stato depurato del tasso d'inflazione atteso (fonte: <http://www.dt.tesoro.it> – tasso di inflazione programmata).

b.3 Risk Premium

Il premio di rischio, da aggiungere al *risk-free rate* per definire il tasso di rendimento normale atteso, deve tenere conto di elementi quali:

- il rischio generico di investimento in un'attività imprenditoriale piuttosto che in uno strumento finanziario privo di rischio (rischio di mercato);
- il profilo di rischio del settore specifico nel quale opera l'azienda oggetto della valutazione, rispetto ad altri settori economici;
- una valutazione sulle dimensioni e sulle caratteristiche specifiche dell'azienda oggetto di valutazione.

Il livello del rischio di mercato normalmente è stimato in base ad analisi di lungo termine sui rendimenti medi azionari rispetto a quelli in titoli di Stato.

Nel caso specifico, è stato applicato un livello di rischio di mercato generico pari al 5,08% e uno specifico *country risk* valutato per l'Italia pari al 2,19% (Fonte: analisi del Prof. Damodaran – gennaio 2018).

(3) Market risk premium	
Mature market risk premium	5,08 %
Italy country risk premium	2,19 %
Market risk premium	7,27 %

Il profilo di “rischio di settore” è determinato in base ad un coefficiente beta *unlevered* del settore “Hospitals/Healthcare Facilities” (Europe) pari a 0,49 (Fonte: analisi del Prof. Damodaran - gennaio 2018), riportato su base *levered* sulla base del rapporto Debito/Equity precedentemente indicato e di un *tax rate* pari al 24%: il beta risultante è pari a **0,79**.

(4) Beta

Beta unlevered di settore	0,49
Tax rate	24 %
Debt Ratio (D/E)	81,2%
Beta levered	0,79

Alla luce della dimensione limitata della società, è stata inserita anche una componente aggiuntiva di rischio pari al 3,67% definita “*Small Size Risk Adjustment*” (Fonte: *CRSP US Stock database and CRSP U.S. Indices Database 2017 Center for Research in Security Prices (CRSP)*), oltre ad un premio per il rischio aggiuntivo pari all’1% in quanto l’azienda non ha un budget ASL proprio assegnato e deve ancora raggiungere un profilo economico normalizzato.

(5) Company specific risk premium	
Small size risk adjustment	3,67%
Rischio addizionale	1,00%
Company specific risk premium	4,67%

Come risultante dei parametri sopra descritti, è stato determinato un *Cost of Equity* del 11,49%, come somma del *risk free rate*, dello *small size risk adjustment*, del rischio addizionale e del **market risk premium** moltiplicato il *beta levered*:

Market risk premium (al netto del risk free rate)	7,27%
Beta levered	0,79
Real risk free rate	1,05%
Company specific risk premium	4,67%
Cost of Equity	11,49%

b.4 Costo del debito

Sulla base delle caratteristiche dell’azienda e dei tassi attuali di mercato, il costo del debito è oggi stimabile al 4%.

Aliquota fiscale: L’aliquota fiscale sui redditi di impresa, utilizzata ai fini del calcolo del tasso è pari al 24%.

Calcolo del costo medio ponderato del capitale: in base ai parametri descritti sopra, il costo medio ponderato del capitale (*WACC*) per l'azienda sanitaria "Casa di cura Columbus", come evidenzia la Tabella che segue, risulta pari al 7,70 %.

(6) WACC			
Cost of Equity	11,49%		
Cost of Debt	4%		
	Pesi	Tassi medi	WACC
Mezzi propri	55,2%	11,49%	
Mezzi di terzi	44,8%	4,00%	
Aliquota fiscale	24,0%		7,70%

c. Stima del valore finale della azienda al termine del periodo preso in esame

Nel metodo di valutazione finanziario normalmente assume una notevole rilevanza il calcolo del valore finale o residuo dell'azienda al termine del periodo nel quale si attualizzano i flussi di cassa.

Il valore residuo rappresenta, infatti, il valore che avrebbe ancora l'azienda alla fine dell'arco temporale preso in considerazione e va anch'esso attualizzato alla data della valutazione.

Il *terminal value* è stato calcolato capitalizzando al tasso WACC il cash flow annuale incrementato del tasso *g* (tasso di crescita del flusso di cassa normalizzato), stimato pari all'1%.

I flussi di cassa *unlevered* usati ai fini della valutazione sono i seguenti:

FREE CASH FLOW	1	2	3	3	Terminal value
<i>Periodi</i>	1,0	2,0	3,0	4,0	4
<i>EBITDA</i>	€ 4.761.739	€ 4.761.739	€ 4.761.739	€ 4.761.739	
<i>Accantonamenti</i>	€ 947.401	€ 947.401	€ 947.401	€ 947.401	
<i>Utilizzo Fondi accantonati</i>	-€ 200.000	-€ 200.000	-€ 200.000	-€ 200.000	
<i>Investimenti</i>	-€ 1.100.000	-€ 1.100.000	-€ 1.100.000	-€ 1.100.000	
<i>Imposte sul reddito</i>	-€ 631.478	-€ 631.478	-€ 631.478	-€ 631.478	
<i>Cash flow operativo unlevered</i>	€ 3.777.663	€ 3.777.663	€ 3.777.663	€ 3.777.663	
FCF Unlevered	€ 3.777.663	€ 3.777.663	€ 3.777.663	€ 3.777.663	€ 56.345.185
FCF attualizzati	€ 3.507.433	€ 3.256.533	€ 3.023.582	€ 2.807.294	€ 41.871.778

d. Periodo di riferimento

L'arco temporale utilizzato ai fini delle valutazioni è di 4 anni, ovvero il tempo stimato necessario per arrivare alla situazione economica a regime.

e. Posizione finanziaria netta iniziale

Ai fini della valutazione non si considerano trasferibili eventuali crediti e debiti, pertanto la posizione finanziaria netta iniziale stimata è pari a zero.

f. Valutazione in base al metodo finanziario

L'applicazione del metodo dei flussi di cassa porta a determinare il valore dell'attività operativa dell'azienda. I flussi di cassa operativi sono quelli derivati dal conto economico normalizzato.

Il valore della società deve tener conto, oltre che del valore attuale dei free cash flow e del valore terminale, anche dei maggiori costi che l'azienda deve sostenere per raggiungere a regime una situazione di equilibrio economico tenendo ferma la previsione dei seguenti punti cardine:

1. mantenimento in capo alla Casa di Cura Columbus delle autorizzazioni, della convenzione e del *budget* a favore della clinica, attualmente in capo alla [REDACTED];

2. procedimento di riduzione del personale in linea con la percentuale media rilevata in Italia del rapporto tra personale impiegato e posto letto;
3. mantenimento di un canone di locazione per gli immobili in linea con il mercato.

	VALUTAZIONE FINANZIARIA
<i>Valore terminale attualizzato</i>	€ 41.871.778
<i>PV dei free cash flow al WACC</i>	€ 12.594.841
<i>Extra costi</i>	-€ 43.936.795
Enterprise Value	€ 10.529.825
<i>PFN</i>	€ 0
Equity Value	€ 10.529.825

Tale importo rappresenta il valore fondatamente attribuibile all'azienda oggetto della presente stima, sulla base dell'applicazione del "Metodo Finanziario" e tenendo conto delle più volte ricordate ipotesi di ristrutturazione aziendale, oggetto di diffusa analisi nelle pagine che precedono.

9.2 Ulteriore metodo di stima c.d. "di controllo"

Alla luce della inevitabile discrezionalità delle valutazioni e della conseguente valorizzazione operata con il Metodo Finanziario, lo scrivente ha ritenuto utile affiancare un ulteriore metodo di stima dell'azienda di cui trattasi, metodo altrettanto di uso comune nell'ambito di stime di aziende in fattispecie analoghe alla presente.

Il metodo dei "multipli", definito anche metodo dei "moltiplicatori di mercato", individua il valore dell'azienda sulla base dell'osservazione delle relazioni che legano alcuni parametri significativi dell'azienda in valutazione ad alcune grandezze derivate dall'analisi di altre aziende.

La stima del valore dell'azienda viene attribuita da parte del mercato sulla base di valutazioni assegnate ad aziende confrontabili e omogenee.

Il multiplo sostanzialmente è un rapporto, determinato in una o più aziende comparabili a quella da valutare, fra:

- **Numeratore, rappresentato dal valore dell'azienda**, dato da:
 - *Enterprise Value* (EV), quando si utilizza l'approccio *asset side* ovvero *unlevered*;
 - Valore del capitale azionario (*Price o Equity value*), quando si utilizza l'approccio *equity side* ovvero *levered*.
- **Denominatore**, rappresentato da una **variabile** in grado di riassumere in sé la capacità dell'azienda di produrre ricchezza:
 - grandezze contabili (opzione usata più spesso): Ricavi, EBITDA, EBIT, utile netto, patrimonio netto contabile, ovvero
 - grandezze fisiche (opzione usata meno spesso e in casi particolari), quali: numero abbonati, utenti, stanze d'albergo

La valutazione di un'azienda secondo il metodo dei multipli consiste nel calcolare il valore del patrimonio aziendale, con alcune rettifiche dal numeratore, moltiplicando il dato di bilancio (grandezza indicata nel denominatore del multiplo) con il multiplo.

Tipologie di multiplo

Nelle valutazioni effettuate con i multipli di borsa la scelta dei moltiplicatori viene effettuata tra:

- *Multipli Storici*: derivano dal confronto tra i prezzi correnti di borsa e quelli risultanti dall'ultimo bilancio disponibile;
- *Multipli Trailing*: che scaturiscono da confronto tra i prezzi correnti di borsa con i risultati riferibili ai dodici mesi precedenti la data di riferimento alla quale vengono rilevati i prezzi stessi;
- *Multipli Leading*: che derivano dal confronto tra i prezzi correnti di borsa con i risultati attesi per il futuro esercizio o con una media dei prossimi 2/3.

Di seguito sono descritti i parametri utilizzati nella valutazione ed è riportata l'applicazione del metodo stesso.

Il multiplo preso in considerazione ai fini della valutazione è il seguente: **EV/EBITDA**: ovvero il rapporto tra *Enterprise Value* e *Earning before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA). Tale multiplo viene utilizzato in numerose occasioni poiché non è influenzato dalle politiche di bilancio della società, inoltre può essere utilizzato per molte imprese dato che EBITDA negativi sono molto meno frequenti rispetto a risultati d'esercizio negativi.

I multipli utilizzati fanno riferimento al settore *Hospitals/Healthcare Facilities* (Fonte: *analisi del Prof. Damodaran - gennaio 2018*), che stima una media di multiplo pari a circa 11:

Parametro	Valore aziendale	Multiplo		Enterprise Value
Ebitda	€ 4.761.739	EV/EBITDA	10,93	€ 52.057.687

Di seguito si riporta la valutazione ottenuta attraverso l'applicazione del metodo dei "multipli, secondo le modalità di analisi diffusamente sopra riportate in relazione al rapporto **EV/ EBITDA**, ovvero il rapporto tra *Enterprise Value* e *Earning before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA).

	VALUTAZIONE MULTIPLI
<i>Enterprise Value</i>	€ 52.057.687
<i>Extra-costi</i>	-€ 43.936.795
Enterprise Value	€ 8.120.892
<i>PFN</i>	€ 0
Equity Value	€ 8.120.892

Il risultato ottenuto è influenzato pesantemente dall'elevato onere degli extra-costi necessari al raggiungimento del break-even e, conseguentemente può essere utilizzato solo in via residuale ad ulteriore conferma dei valori sopra stimati.

* * *

9. SINTESI E CONCLUSIONI

Il sottoscritto è stato incaricato di redigere la perizia di stima dell'azienda sanitaria "Casa di cura Columbus" di proprietà del Fallimento ██████████.

La valutazione è stata condotta avendo come riferimento tutte le informazioni desumibili dalla documentazione indicata nella presente perizia di stima.

Tuttavia, alla luce della particolare situazione di affittanza dell'azienda e dei reiterati risultati negativi ottenuti nel corso degli anni dall'azienda stessa, è stato necessario procedere alla stima tenendo conto del rilevante avviamento negativo "*badwill*" maturato e della situazione di perdita sistematica presente in azienda.

Più in particolare, al fine di addivenire alla determinazione di un valore astrattamente attribuibile alla azienda in esame, è stato sviluppato un processo di valorizzazione della stessa basato sulla elaborazione di un modello di conto economico, predisposto sulla base di una serie di stime ed ipotesi sviluppate secondo un criterio di ricerca della sostenibilità aziendale per un imprenditore del settore.

La valorizzazione è stata effettuata sulla base della previsione dei seguenti punti cardine:

1. mantenimento in capo alla Casa di cura Columbus delle autorizzazioni, della Convenzione e del *budget* a favore della clinica, attualmente in capo alla ██████████;
2. procedimento di riduzione del personale in linea con la percentuale media rilevata in Italia del rapporto tra personale impiegato e posto letto;
3. mantenimento di un canone di locazione per gli immobili in linea con il mercato e commisurato a quanto attualmente pagato dalla ██████████ a titolo di affitto di azienda.

Successivamente le risultanze del modello di conto economico sono state utilizzate per la predisposizione di un piano economico-finanziario, che poi, a sua volta, è stato oggetto di valorizzazione attraverso l'applicazione del "Metodo Finanziario" (Unlevered

Discounted Cash Flow), metodo sviluppato assumendo tutte le ipotesi valutative descritte nella presente relazione di stima.

L'applicazione di tale metodo ha permesso di evidenziare un valore economico dell'azienda pari ad Euro 10.529.825,00=.

Alla luce di quanto finora analizzato e tenuto conto:

- di tutti i limiti insiti nella natura della presente stima,
- della soggettività delle stime proprie delle valutazioni d'azienda nonché
- del carattere prudenziale della presente stima,

lo scrivente ritiene di poter attribuire all'azienda sanitaria "Casa di cura Columbus", come sopra identificata, un valore complessivo arrotondato pari ad Euro 10.500.000,00=.

Il sottoscritto consulente, nel rassegnare i risultati della propria attività, rimane a disposizione per qualsiasi ulteriore chiarimento ed integrazione si rendesse necessaria e ringrazia per la fiducia accordata.

Con osservanza

Roma, li 28 novembre 2018

Dott. Antonio Maria Cipolloni

