
**Relazione di stima ex artt. 2500-ter e 2465 c.c.
del valore economico, alla data del 30.06.2026, della
“FONDAZIONE UNIVERSITA’ GABRIELE D’ANNUNZIO” oggetto di
trasformazione eterogenea in S.r.l. unipersonale**

Prof. Dott. Simone Manfredi, *Ph.D.*
Ordinario di Economia Aziendale
nell’Università San Raffaele di Roma
Dottore Commercialista – Revisore Legale

INDICE

1. Oggetto dell’incarico e documentazione esaminata	3
2. Ipotesi e limitazioni.....	5
3. Breve descrizione della Fondazione	7
4. Le metodologie di stima del capitale economico d’azienda	9
4.1 La nozione di capitale economico.....	9
4.2. I metodi di valutazione del capitale economico	9
4.2.1. Premessa.....	9
4.2.2. I metodi diretti.....	10
4.2.2.1. I metodi diretti in senso stretto	10
4.2.2.2. I metodi diretti fondati sui moltiplicatori empirici	11
4.2.3. I metodi indiretti	13
4.2.3.1. I metodi basati su grandezze flusso	13
4.2.3.1.1. I metodi reddituali semplificati	15
4.2.3.1.2. I metodi finanziari semplificati.....	20
4.2.3.2. I metodi basati su grandezze <i>stock</i>	22
4.2.3.2.1. Il metodo patrimoniale semplice (o puro)	23
4.2.3.2.2. I metodi patrimoniali complessi	23
4.2.3.3. I metodi basati su grandezze flusso-stock	24
5. La scelta della metodologia valutativa.....	27
5.1. La metodologia valutativa utilizzata	27
6 La stima del valore economico “ <i>Fondazione Università G. D’Annunzio</i> ”	29
6.1. La determinazione del valore del patrimonio netto rettificato (k’) della “Fondazione Università G. D’Annunzio” al 30.06.2026	29
6.1.1 Immobilizzazioni Immateriali.....	30
6.1.2 Immobilizzazioni Materiali	31
6.1.3 Immobilizzazioni Finanziarie.....	31
6.1.3.1 La Stima del valore economico della Università Telematica “L. Da Vinci”	32
6.1.4 Attivo Circolante.....	38
6.1.4.1 Crediti	38
6.1.4.2 Disponibilità liquide	38
6.1.5 Ratei e Risconti attivi	38
6.1.6 Fondo rischi e oneri.....	38
6.1.7 Fondo T.F.R.	39
6.1.8 Passivo.....	39
6.1.8.1 Debiti.....	39
6.1.9 Ratei e Risconti passivi	40
6.1.10 La stima del patrimonio netto rettificato al 30.06.2026	40
6.2 La stima del capitale economico della “Fondazione Università G. D’Annunzio”	42
7. Conclusioni	43

1. Oggetto dell’incarico e documentazione esaminata

Con Decreto Direttoriale Rep. n. 289 Prot. N. 47838 del 22giugno 2026, il Direttore Generale dell’Università degli Studi “G. D’Annunzio” di Chieti-Pescara ” (di seguito, per brevità, anche “l’Università” o “UdA”), preso atto dell’esito della procedura di selezione pubblica di cui al D.D. Rep. 259 Prot. N. 43443 del 5 giugno 2026, ha affidato allo scrivente, Prof. Dott. Simone Manfredi, *Ph.D.*, Ordinario di Economia Aziendale nell’Università San Raffaele Roma, iscritto all’Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma e al registro dei Revisori Legali, l’incarico di procedere alla redazione di una perizia di stima ex artt. 2500-*ter* e 2465 c.c. finalizzata alla determinazione del valore economico della “*Fondazione Università Gabriele D’Annunzio*” (di seguito, per brevità, anche “la Fondazione”), alla data del 31.12.2025, ovvero dell’Ente Università Telematica “L. Da Vinci” (di seguito, per brevità, anche “UNIDAV”, o “Ateneo Telematico”) direttamente promosso e sostenuto (art. 1 co. 2 Statuto UNIDAV), avuto riguardo alla circostanza che la Fondazione Università “Gabriele D’Annunzio”, per l’appunto, è da intendersi quale Fondazione, in termini squisitamente aziendalistici. In altre parole, al fine di determinare il capitale economico della predetta Fondazione, è stato ulteriormente necessario svolgere il processo valutativo volto a determinare il valore economico dell’Università telematica “L. Da Vinci” direttamente partecipata.

La presente relazione di stima costituisce adempimento all’incarico affidato.

* * * * *

Al fine di adempiere all’incarico in questione è stata esaminata la seguente documentazione:

- Bilancio d’esercizio al 31.12.2024 della Fondazione Università Gabriele D’Annunzio;
- Bilancio d’esercizio al 31.12.2025 della Fondazione Università Gabriele D’Annunzio;
- Bilancio di verifica provvisorio al 30.06.2026 della Fondazione Università Gabriele D’annunzio (*cfr.* allegato 1);
- Bilancio d’esercizio al 31.12.2024 dell’Università Telematica “L. Da Vinci”;
- Bilancio d’esercizio al 31.12.2025 dell’Università Telematica “L. Da Vinci” (*cfr.* allegato 2);
- Bilancio di verifica provvisorio al 16.05.2026 dell’Università Telematica “L. Da Vinci”;
- Bilancio di verifica aggiornato al 16.05.2026 dell’Università Telematica “L. Da Vinci”;
- Visura camerale storica della Fondazione Università Gabriele D’Annunzio;
- Visura camerale storica dell’Università Telematica “L. Da Vinci”;
- Statuto aggiornato della Fondazione Università Gabriele D’Annunzio;
- Statuto aggiornato Università Telematica “L. Da Vinci”;

RELAZIONE DI STIMA DELLA “FONDAZIONE UNIVERSITA’ GABRIELE D’ANNUNZIO”

- Delibere C.d.A. Università Rep. n. 142 del 24.04.2018, Rep. n. 223 del 29.05.2018, Rep. n. 339 del 17.07.2018, Rep. n. 465 del 18.12.2019, Rep. n. 81 del 16.03.2021, Rep. n. 218 del 29.06.2021, Rep. n. 302 del 20.12.2021, Rep. n. 470 del 21.12.2021, Rep. n. 118 del 09.04.2025 (con allegati) e Rep. n. 282 del 30.07.2025 (con allegati);
- Libro cespiti della Fondazione;
- Atto costitutivo della Fondazione.

2. Ipotesi e limitazioni

Il valore economico della Fondazione è stato calcolato, all'epoca di valutazione, esclusivamente sulla base dei dati, delle informazioni e delle metodologie esposte nella presente relazione.

La presente relazione è fondata sui documenti, sulle informazioni e sui dati risultanti dal Registro delle Imprese e forniti dagli organi e dagli uffici amministrativi della Fondazione.

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

Lo Scrivente, inoltre, rileva che il valore economico della Fondazione, se ed in quanto basato su una serie di ipotesi, dipende dall'effettivo verificarsi delle stesse e delle assunzioni utilizzate nel processo di valutazione medesimo. Qualora per qualsiasi evento o causa le ipotesi e le assunzioni utilizzate non dovessero, anche solo parzialmente, realizzarsi, la valutazione potrebbe condurre a risultati anche sostanzialmente differenti da quanto qui di seguito riportato.

Resta ferma, quindi, la responsabilità della Fondazione e dell'Ateneo di riferimento per qualsiasi errore od omissione concernente i documenti, i dati e le informazioni utilizzate, nonché per qualsiasi errore od omissione che dovesse emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego.

Si precisa, altresì, che il Sottoscritto non ha effettuato alcuna forma di revisione contabile relativamente alla documentazione di natura contabile ed extracontabile eventualmente ricevuta; pertanto, lo stesso non si assume alcuna responsabilità in ordine agli effetti che potrebbero prodursi sulla stima a causa di eventuali errori od omissioni nei dati e negli altri documenti ed informazioni ricevute. Allo Scrivente, inoltre, non sono state comunicate violazioni di regolamenti o di norme di alcun genere, i cui effetti dovrebbero essere presi in considerazione ai fini della stima del valore economico della Fondazione.

La stima del Sottoscritto, infine, è formulata alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non prevedibile (nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale, catastrofi naturali, sociali e politiche, etc.).

La stima del capitale economico della Fondazione deve essere analizzata e considerata anche alla luce delle seguenti ipotesi di lavoro e limitazioni:

1. la Fondazione è considerata, tenuto conto di quanto risultante dalla visura camerale e di quanto riferito dai suoi rappresentanti, in funzionamento, ed è valutata avendo riguardo alla sua natura di ente strumentale a supporto della didattica e della ricerca dell’Ateneo;
2. il perimetro di valutazione è quello indicato nell’incarico ricevuto, finalizzato alla trasformazione eterogenea in S.r.l. unipersonale a partecipazione unica dell’Ateneo;
3. l’incarico si è fondato, quanto ai dati anagrafici, costitutivi e organizzativi, sulla visura storica estratta dal Registro delle Imprese di Chieti Pescara in data 07/07/2026;
4. tutte le ulteriori informazioni necessarie per lo svolgimento dell’incarico saranno fornite direttamente dai rappresentanti della Fondazione e dagli uffici amministrativi dell’Ateneo;
5. la data di riferimento della stima sarà quella concordata con la committenza in relazione all’ultima situazione patrimoniale disponibile della Fondazione; non si terrà conto di eventi sopraggiunti successivamente a tale data.

* * * * *

Tanto premesso, nel prosieguo si è proceduto secondo i seguenti “passaggi”:

- breve presentazione della Fondazione (cap. 3);
- illustrazione delle metodologie di stima del capitale economico delle aziende (cap. 4);
- scelta della metodologia valutativa (cap. 5);
- valutazione del capitale economico della Fondazione (cap. 6);
- conclusioni (cap. 7).

3. Breve descrizione della Fondazione

La “Fondazione Università Gabriele d’Annunzio”, con sede legale in Chieti (CH), Via Polacchi n. 11, CAP 66100, è stata costituita con atto del 17/02/2003, registrato presso l’Ufficio del Registro di Pescara in data 19/02/2003 al n. 599, ed è iscritta, quale soggetto iscritto solo al REA (Repertorio Economico Amministrativo), presso la Camera di Commercio Industria Artigianato e Agricoltura di Chieti Pescara, al n. REA CH – 150063, con decorrenza dell’iscrizione dal 27/01/2004. Il codice fiscale e la partita IVA della Fondazione sono 02043520697. In data 9 giugno 2003 la Fondazione ha ottenuto il riconoscimento della personalità giuridica ed è stata iscritta al Registro delle Persone Giuridiche istituito presso la Prefettura di Chieti (prot. N. 361 del 9 giugno 2003). La fondazione ha, quindi, personalità giuridica di diritto privato e non ha scopo di lucro; non può distribuire utili ed opera esclusivamente dell’interesse dell’*Università Gabriele D’Annunzio*” in quanto suo Ente strumentale.

La Fondazione è stata istituita in applicazione dell’art. 59, comma 3, della legge 23 dicembre 2000, n. 388, in luogo delle aggregazioni previste dalla lettera c) del comma 2 del medesimo articolo, con la finalità di supportare, senza esclusione alcuna, la didattica e la ricerca dell’Università “Gabriele d’Annunzio” di Chieti.

Per il perseguimento di tali finalità, la Fondazione può, tra l’altro: promuovere la raccolta di fondi pubblici e privati e la richiesta di contributi locali, nazionali, europei e internazionali; stipulare contratti, convenzioni, accordi o intese con soggetti pubblici o privati; amministrare e gestire beni propri o affidati in gestione, comprese le strutture universitarie; sostenere attività di formazione, ricerca e trasferimento tecnologico, anche mediante la gestione operativa di strutture scientifiche e tecnologiche dell’Università; promuovere o partecipare a consorzi, associazioni, fondazioni e strutture di ricerca e alta formazione in Italia e all’estero); promuovere iniziative congiunte con altri enti nazionali ed internazionali, nonché seminari, conferenze e convegni.

La Fondazione può inoltre svolgere, a favore e/o per conto dell’Università, attività di acquisizione di beni e servizi alle migliori condizioni di mercato, nonché attività strumentali e di supporto alla didattica e alla ricerca – anche mediante la messa a disposizione di proprio personale tecnico, amministrativo e di ricerca – con particolare riguardo al sostegno finanziario delle attività didattiche e di ricerca, alla realizzazione di servizi a favore degli studenti, alla cooperazione scientifica e culturale, alla realizzazione e gestione di strutture di edilizia universitaria e al supporto a stage e altre iniziative formative, anche a distanza.

Ai sensi dello Statuto, il Presidente – nominato dall’Università e in carica per cinque anni – ha la rappresentanza legale della Fondazione nei confronti dei terzi, convoca e presiede il Consiglio di

Amministrazione, ne esegue le deliberazioni, sovrintende all’amministrazione della Fondazione e ne cura l’osservanza dello Statuto. Il Direttore Generale, nominato dal Consiglio di Amministrazione su proposta del Presidente, sovrintende all’organizzazione e al funzionamento degli uffici e dei servizi amministrativi, gestisce il personale e stipula i contratti di prestazione d’opera e fornitura necessari alla realizzazione dei programmi.

Alla data di approvazione del bilancio chiuso al 31.12.2025 risultano in carica:

- Presidente del CdA - Sergio Caputi;
- Componente del CdA - Andrea Arcangeli;
- Componente del CdA - Roberto Marino;
- Componente del CdA - Alessio Peca;
- Componente del CdA - Manes Bernardini;
- Componente del CdA - Francesco Accettella.
- Presidente Collegio dei Revisori – Carlo Luigi Lubello;
- Componente effettivo Collegio dei Revisori – Luca Saraceni;
- Componente effettivo Collegio dei Revisori – Daniele Morganti;
- Direttore Generale – Oscar Genovesi.

La sede legale della Fondazione è stabilita in Chieti (CH), Via Polacchi n. 11. La Fondazione dispone, altresì, di un’unità locale operativa – aperta in data 04/05/2020 – sita in Torrevicchia Teatina (CH), Piazza San Rocco n. 2, presso la quale viene svolta attività di sostegno alla formazione, alla ricerca e al trasferimento tecnologico, anche attraverso la gestione operativa di strutture scientifiche e/o tecnologiche dell’Università.

L’attività esercitata, con data di inizio 01/04/2003, consiste nella “ricerca nel campo della biologia nonché attività formativa”. In base alla classificazione ATECO 2025, l’attività primaria è individuata nel codice 72.10 – ricerca e sviluppo sperimentale nel campo delle scienze naturali e dell’ingegneria, mentre l’attività secondaria è individuata nel codice 85.40 – istruzione terziaria. Secondo l’elaborazione da fonte INPS, riferita al I trimestre 2026 (dati rilevati al 31/03/2026), la Fondazione risulta avere n. 1 dipendente e n. 4 collaboratori. Il medesimo numero di addetti (1 dipendente) è confermato nella media dei valori rilevati per gli anni 2024 e 2025.

Dalla visura risulta, infine, che in data 06/12/2023 la Fondazione è stata iscritta nella sezione autonoma relativa alla titolarità effettiva, e che la data dell’ultimo protocollo di aggiornamento della posizione camerale è il 26/07/2024.

4. Le metodologie di stima del capitale economico d'azienda

4.1 La nozione di capitale economico

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

Tra le diverse configurazioni di capitale – l'unica che rileva ai fini della presente relazione - figura il capitale di trasferimento, ovvero quella configurazione del capitale d'impresa stimata ai fini del "trasferimento" del complesso aziendale. Tale nozione di capitale può essere, a sua volta, variamente articolata in relazione alla posizione assunta dal soggetto valutatore di fronte al processo estimativo. In particolare, si possono distinguere tre ottiche valutative: quella del soggetto acquirente ("valore strategico" nell'ottica dell'acquirente), quella del soggetto venditore ("valore strategico" nell'ottica del venditore) e quella del perito indipendente ("valore economico" del capitale e cioè il capitale stimato nell'ottica del perito indipendente).

E', pertanto, solo in relazione alla posizione valutativa del perito indipendente che la configurazione di capitale di trasferimento può definirsi "capitale economico".

4.2. I metodi di valutazione del capitale economico

4.2.1. Premessa

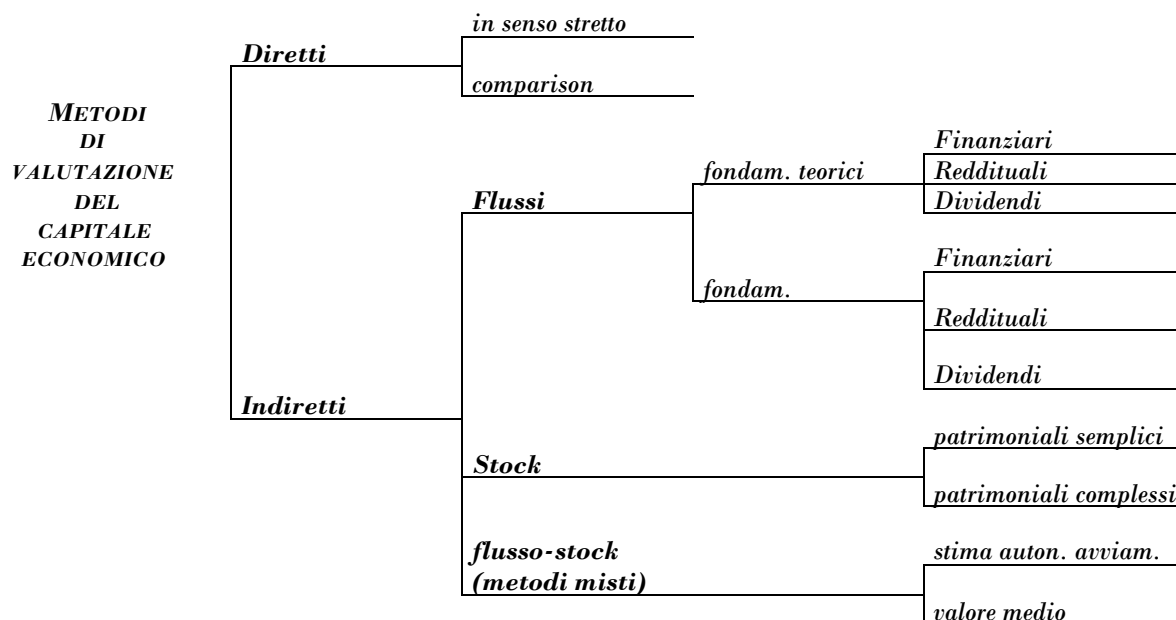
Il valore economico di un'azienda o di un Ramo di Azienda è - come si è detto - una quantità astratta, cioè non fondata su dati obiettivi automaticamente determinabili: la sua valutazione impone il ricorso a stime, ipotesi, congetture che potranno variare da perito a perito dando luogo a valutazioni differenti anche in riferimento alla medesima impresa. Naturalmente, questi elementi di soggettività debbono essere analizzati alla luce di fondati requisiti. Di norma, si conviene sull'affermazione che almeno tre sono i requisiti che un'attendibile metodologia di valutazione del capitale economico d'impresa deve tentare di soddisfare; essi sono:

- **RAZIONALITÀ:** il metodo deve essere valido concettualmente e dotato di consistenza teorica.
- **OBIETTIVITÀ:** il metodo deve essere concretamente applicabile ovvero fondato su dati certi o almeno credibili e/o controllabili.
- **GENERALITÀ:** il metodo deve prescindere dalle caratteristiche e dagli interessi delle parti coinvolte nella negoziazione.

Secondo alcuni autori, il metodo in oggetto dovrebbe essere dotato dell'ulteriore requisito della **stabilità**, nel senso di una plausibile perduranza del valore nel tempo; va tuttavia, sin da subito,

precisato che tale requisito assume diverse configurazioni a seconda delle tipologie di aziende oggetto di stima.

I metodi di valutazione delle aziende che, in linea generale, sono in grado di soddisfare in misura ragionevolmente adeguata i suddetti principi possono così essere classificati:



4.2.2. I metodi diretti

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

- *metodi diretti in senso stretto* che determinano il valore del capitale economico sul fondamento dei prezzi espressi dal mercato;
- *metodi diretti fondati su moltiplicatori empirici* che eguagliano il valore del capitale economico al prodotto tra un moltiplicatore di mercato e una grandezza espressiva del valore economico del capitale d'impresa.

4.2.2.1. I metodi diretti in senso stretto

I metodi diretti in senso stretto si articolano in due categorie a seconda che l'azienda da valutare sia o meno quotata presso una Borsa valori. Nel primo caso il capitale economico dell'impresa valutanda viene calcolato utilizzando il seguente algoritmo:

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

dove:

W é il valore del capitale economico;

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

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

Nel caso, invece, in cui l'azienda non sia quotata, il valore economico del suo capitale viene stimato come media aritmetica, semplice o ponderata, dei valori economici assunti da un selezionato numero di aziende assimilabili, per caratteristiche qualitative e quantitative, a quella oggetto di valutazione; in formula:

$$W = \frac{\sum_{i=1}^n W^s_i \times p_i}{\sum_{i=1}^n p_i}$$

dove:

W è il valore del capitale economico;

W^s_i sono i valori economici delle aziende facenti parte del campione, calcolati sulla base dei "prezzi fatti" in transazioni aventi ad oggetto imprese simili a quella *valutanda*;

p_i sono i "pesi" attribuiti a ciascuna valutazione.

4.2.2.2. I metodi diretti fondati sui moltiplicatori empirici

I metodi in parola si sogliono distinguere in criteri basati sull'*equity approach to valuation* e metodi fondati sull'*entity approach to valuation*.

I METODI DIRETTI FONDATI SULL'EQUITY APPROACH TO VALUATION

I metodi diretti basati sul c.d. "*equity approach to valuation*" conducono alla stima del valore economico del capitale *in via diretta* e trovano fondamento sulla seguente eguaglianza:

$$\left(\frac{W}{k}\right)_T = \left(\frac{P}{k}\right)_s$$

dove:

$(W/k)_T$ è il moltiplicatore dell'azienda oggetto di stima, dato dal rapporto tra il valore economico dell'impresa *valutanda* (W_T) e una grandezza (k) espressiva del valore dell'impresa (utile, *cash flow*, fatturato, ecc.);

$(P/k)_s$ è il moltiplicatore di mercato di un campione di imprese simili, per caratteristiche qualitative e quantitative, a quella oggetto di valutazione, costruito ponendo a rapporto il prezzo di mercato di tali imprese (P) con la medesima grandezza impiegata per il calcolo del moltiplicatore dell'impresa *valutanda* (k).

Il valore del capitale economico, si determina, pertanto, nel seguente modo:

$$W_T = \left(\frac{P}{k} \right)_s \times k_T$$

L'applicazione di tale formula comporta, a tutta evidenza, la necessità di stimare: la grandezza k (da utilizzare ai fini della determinazione dei moltiplicatori delle imprese facenti parte del campione di aziende simili all'azienda *valutanda*) e il valore attribuibile alla grandezza k_T .

In ordine all'aspetto di cui *sub a*), va rammentato che molteplici sono le grandezze (k) e, quindi, i moltiplicatori proficuamente utilizzabili ai fini del calcolo; i moltiplicatori maggiormente utilizzati sono: il *price/earning* (P/E), ove la grandezza k è rappresentata dall'utile medio atteso; il *price/cash flow* (P/CF), dove il denominatore è costituito dal flusso di cassa *levered* o *unlevered*; il *price/book value* (P/BV), dove al denominatore del moltiplicatore è iscritto il patrimonio netto contabile.

Per quanto riguarda le modalità estimative della grandezza k_T (aspetto di cui *sub b*), va subito precisato che il fatto che k_T deve essere coerente con le scelte operate in sede di individuazione del moltiplicatore.

I METODI DIRETTI BASATI SULL'ENTITY APPROACH TO VALUATION

I metodi diretti fondati sul c.d. “*entity approach to valuation*” si caratterizzano in quanto la stima del capitale economico d'impresa viene effettuata *in via mediata* sottraendo al valore economico delle attività (*firm value*) il valore di mercato dei debiti finanziari; ne deriva che i metodi in parola trovano fondamento sulla seguente eguaglianza:

$$\left(\frac{W + D}{k} \right)_T = \left(\frac{P + D}{k} \right)_s$$

dove ai simboli noti si aggiungono:

D_T : valore di mercato dei debiti finanziari dell'azienda *target*;

D_s : valore di mercato dei debiti del campione di imprese assunte per la valutazione.

Il valore economico del capitale si determina per differenza tra il valore economico delle attività dell'azienda oggetto di stima e l'ammontare dei debiti finanziari ad essa attribuibili; in formula:

$$W_T = \left(\frac{P + D}{k} \right)_s \times k_T - D_T$$

L'applicazione dell'algoritmo in parola comporta, a tutta evidenza, la necessità di stimare il valore del rapporto tra il *firm value* (somma del prezzo di mercato del capitale proprio, P , e del valore di mercato dei debiti finanziari, D) e la grandezza k prescelta per la valutazione, del campione, nonché di determinare il valore attribuibile alle grandezze k_T e D_T .

Per quel che riguarda la scelta della grandezza k , i moltiplicatori più impiegati nella pratica valutativa sono: il *firm value/earnings before interests and taxes, (FV/EBIT)*; il *firm value/earnings before interests, taxes, depreciation and amortization (FV/EBITDA)*.

Per quanto concerne il punto di cui *sub b)*, stima del valore attribuibile alla grandezza k_T , si ricorda che la grandezza deve essere coerente con le scelte operate nella fase di individuazione del moltiplicatore.

4.2.3. I metodi indiretti

I metodi indiretti si distinguono, come evidenziato precedentemente, in: metodi basati su grandezze flusso; metodi basati su grandezze *stock* e metodi basati su grandezze flusso-*stock*.

4.2.3.1. I metodi basati su grandezze flusso

I metodi indiretti fondati su grandezze flusso possono essere distinti in due classi di metodologie valutative denominate:

- *criteri fondamentali teorici;*
- *metodi semplificati.*

I METODI FONDAMENTALI TEORICI

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

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

La formula fondamentale finanziaria teorica stima il capitale economico dell'azienda sulla base del valore attuale dei flussi monetari totali, attivi e passivi, prodotti dall'azienda stessa.

L'algoritmo di valutazione è il seguente:

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

dove:

W è il valore del capitale economico dell'impresa;

$F_1, F_2, \dots, F_{n-1}, F_n$ sono i flussi monetari puntuali; l'ultimo flusso comprende anche il valore di liquidazione dell'azienda;

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

I flussi monetari sono calcolati come differenza tra uscite monetarie (acquisizione fattori produttivi, rimborso debiti di finanziamento e funzionamento, concessione prestiti) e entrate

monetarie (riscossione dei ricavi, dei crediti di funzionamento e finanziamento, accensione debiti di finanziamento e disinvestimenti)

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

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

dove:

W è il valore del capitale economico dell'impresa;

$R_1, R_2, \dots, R_{n-1}, R_n$ sono i redditi netti puntuali futuri;

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

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

La *formula fondamentale fondata sui flussi di dividendo distribuibili* si basa sull'assunto che il valore economico dell'impresa è pari al valore attuale di tutti i futuri incassi conseguiti da chi investe capitale di rischio nell'azienda; in formula:

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

dove:

W è il valore del capitale economico dell'impresa;

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

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

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

I procedimenti teorici rispondono pienamente ai requisiti di «razionalità» e di "equità" in quanto definiscono esattamente tutti gli elementi che devono essere presi in considerazione per giungere ad un valore razionale ed equo del capitale economico. A questo proposito, va rilevato che, in assenza di inflazione e del fenomeno dell'attualizzazione, i risultati delle formule in parola conducono a valori coincidenti. Esse, però, non soddisfano il requisito della "obiettività": sono cioè di assai difficile applicazione pratica. In particolare, le critiche mosse ai metodi in parola riguardano il fatto che le formule appena descritte utilizzano parametri difficilmente prevedibili (ad es. la misura dei flussi finanziari, i redditi, i dividendi o l'arco temporale da prendere in considerazione). Per tale motivo, le formule considerate lasciano spazio ad un'eccessiva arbitrarietà in quanto richiedono il ricorso a ipotesi e congetture che possono variare da perito a perito, rendendo estremamente difficile anche il controllo dei parametri utilizzati.

Le rilevanti difficoltà di applicazione delle formule teoriche "fondamentali" impongono, pertanto, il ricorso a formule sostitutive semplificate che, pur non possedendo la stessa validità concettuale, possano essere proficuamente applicabili. Le semplificazioni previste da tali metodi riguardano essenzialmente:

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

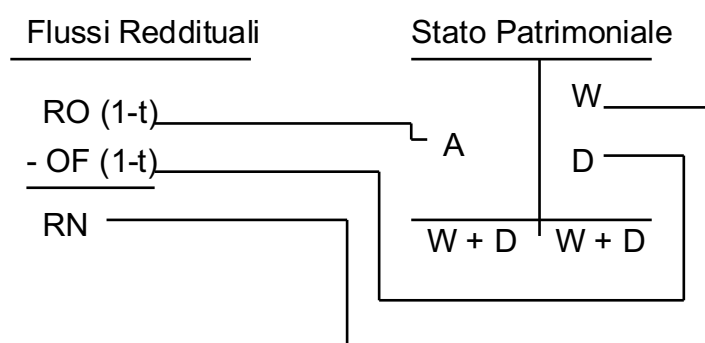
I METODI SEMPLIFICATI

I metodi semplificati si distinguono in metodi reddituali, metodi finanziari e metodi dei dividendi. In considerazione del fatto che, nella pratica valutativa, questi ultimi criteri non sono diffusamente utilizzati, di seguito si approfondiscono le problematiche valutative connesse ai soli metodi reddituali e finanziari.

4.2.3.1.1. I metodi reddituali semplificati

L'idea generale ispiratrice dei metodi reddituali è che il valore dell'azienda dipenda unicamente dai flussi di reddito che essa, in base alle attese, sarà in grado di produrre.

La relazione che intercorre tra i flussi di reddito relativi ad un conto economico riclassificato e «normalizzato» tale da rappresentare un periodo amministrativo *standard* e i *valori economici* del patrimonio, ovvero il valore degli *assets* operativi, dei debiti finanziari e del capitale valutati nell'ottica del perito indipendente, può essere semplicemente schematizzata, nell'ipotesi in cui l'impresa non abbia attività, passività o redditi di natura non operativa, ad eccezione degli elementi attinenti alla gestione finanziaria, nel modo di seguito esposto:



dove:

- RO è il valore del reddito operativo;
 t è l'aliquota fiscale societaria;
 OF è l'importo degli oneri finanziari;

RN è il valore del reddito netto;
 A è il valore economico delle attività operative;
 W è il capitale economico;
 D è il valore economico dei debiti finanziari.

Tale schema consente di calcolare il capitale economico d'impresa sia in forma «diretta», che in forma «mediata» per differenza tra il *firm value* e il valore dei debiti finanziari.

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

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

dove:

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

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

$$W = A - D$$

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

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

dove:

A è il valore economico dell'attivo al netto dei debiti di funzionamento;
 RO è il reddito operativo medio normale atteso;
 $WACC$ è il tasso di remunerazione dell'attivo calcolato come media aritmetica ponderata dei tassi di remunerazione delle singole fonti di finanziamento (del capitale proprio e dei debiti finanziari); i pesi sono rappresentati dalle proporzioni, calcolate a valori economici, del capitale di rischio e di credito, rispetto al totale dell'attivo (*Weighted Average Cost of Capital: WACC*):

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

dove ai simboli noti si aggiungono:

D : valore economico dei debiti finanziari;
 i_d : il tasso di remunerazione dei debiti finanziari;

t : aliquota d'imposta.

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

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

In definitiva, il valore del capitale economico secondo la maniera mediata risulta:

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

Per quanto attiene alle problematiche di determinazione dei parametri previsti dalla formula valutativa reddituale, i punti da sviluppare sono molteplici.

Un primo aspetto riguarda la definizione dei metodi e delle tecniche di previsione del reddito. In questo senso si distinguono:

- **METODO DEI RISULTATI STORICI:** tecnica basata sull'ipotesi che il risultato atteso sia pari al reddito medio normale conseguito negli ultimi 3 - 5 anni.
- **METODO DI PROIEZIONE DEI RISULTATI STORICI:** tecnica che stima i redditi attesi sul fondamento del *trend* dei risultati storici. In questo modo si cerca di mediare l'oggettività dei dati passati con la possibilità di tenere conto di talune variabili rilevanti che possono modificare in futuro il reddito d'esercizio.
- **METODO DEI RISULTATI PROGRAMMATI:** tecnica che determina i redditi attesi sulla base delle previsioni relative all'andamento economico futuro atteso dell'azienda: più precisamente, i redditi vengono calcolati sul fondamento del *budget* annuale e dei piani pluriennali. Naturalmente *budget* e piani sono adeguatamente revisionati e rettificati dal perito che effettua la stima dell'azienda.
- **METODO DELL'INNOVAZIONE:** tecnica che studia l'andamento reddituale della gestione nell'ipotesi che si verifichino, in futuro, talune condizioni e innovazioni oggi considerate solo possibili.

Un secondo aspetto è quello relativo alla stima della durata del periodo di previsione. Per quanto riguarda tale questione, si può affermare che la scelta del periodo di riferimento ha natura necessariamente convenzionale. In generale, i comportamenti che più frequentemente si riscontrano nella realtà operativa sono due:

- la durata dell'orizzonte temporale viene agganciata a condizioni oggettive e specifiche dell'azienda oggetto di valutazione;

- l'orizzonte temporale di vita dell'azienda viene considerato infinito.

Una terza problematica da affrontare ai fini dell'applicazione del metodo reddituale riguarda la determinazione del tasso di attualizzazione dei flussi reddituali.

Ai fini del calcolo di detto tasso è indispensabile tenere conto del *principio di coerenza* tra tassi e flussi secondo il quale alle molteplici configurazioni di flussi reddituali o finanziari utilizzati di volta in volta nei vari metodi è opportuno associare altrettante configurazioni di tassi di attualizzazione.

In primo luogo, è bene precisare che detto tasso può essere espresso dal seguente algoritmo:

$$i_c = i_1 + i_2 + scr + md$$

dove:

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

i_2 rappresenta il premio per il rischio;

scr (*specific company risk*) è una maggiorazione del tasso connessa al fatto che l'investimento in una specifica attività, anziché in un portafoglio titoli, non consente di eliminare il rischio diversificabile. Tale maggiorazione del tasso è atta a fronteggiare rischi specifici del complesso aziendale, legati alla sua struttura finanziaria, alla tipologia di attività svolta, ai luoghi dove essa è esercitata, alla concentrazione della clientela, e così via.

md (*marketability discount*) è una maggiorazione del tasso applicato alle società non quotate, in ragione del fatto che le azioni non negoziate presso la Borsa Valori scontano un rischio di negoziabilità maggiore rispetto a quello delle azioni quotate.

Ai fini dell'analisi della coerenza tra tassi e flussi è interessante rilevare come il premio per il rischio possa essere distinto in premio per il solo rischio operativo e premio per il rischio finanziario.

Ciò premesso, è possibile affermare che nelle metodologie indirette in cui si attualizzino flussi reddituali o finanziari derivanti dalla gestione totale (flussi netti) il tasso in base al quale scontare detti flussi è un tasso che incorpora anche il premio per il rischio finanziario.

Per quanto riguarda la stima del primo addendo (i_1), si suole prendere come riferimento il valore medio del rendimento dei Titoli di Stato degli ultimi 3/5 anni antecedenti all'epoca della valutazione, ovvero il rendimento atteso dei Titoli di Stato, qualora si sia in possesso di attendibili previsioni.

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

La prima, che consiste nell'applicazione della *Regola di Stoccarda*, si caratterizza in quanto i flussi reddituali, calcolati nei modi visti in precedenza, vengono abbattuti di una percentuale pari al 30%.

In questo caso, il tasso di attualizzazione dei flussi sarà, naturalmente, dato dal solo *risk free rate* o *price of time*. A risultati del tutto identici a quelli conseguibili con l'applicazione della *Regola di Stoccarda* si giunge - nel caso in cui si debba attualizzare un flusso di reddito normale costante per un periodo di tempo indefinito - se si sconta il flusso «pieno» (ovvero non abbattuto di alcuna percentuale) ad un saggio comprensivo del rischio, calcolato mediante la seguente relazione algebrica:

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

dove:

i_2 rappresenta il premio per il rischio;

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

X è la percentuale di abbattimento del reddito.

La seconda tecnica di stima di i_2 è quella che si fonda sul *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Secondo tale metodica valutativa, il premio per il rischio viene determinato moltiplicando il *beta-factor* (β) (che rappresenta la misura del rischio operativo e finanziario del complesso aziendale) per il premio medio di mercato (dato dalla differenza tra il rendimento medio atteso del mercato azionario e il rendimento degli investimenti privi di rischio - i_1)

In tal caso i_2 viene determinato nel seguente modo:

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

dove:

i_2 è il premio per il rischio d'impresa;

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

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

Nel caso di complessi aziendali non quotati, per i quali non sia disponibile il *beta-factor* di mercato, è possibile utilizzare, quale *proxy*, il beta medio di un campione di imprese comparabili con il complesso aziendale oggetto di stima ⁽¹⁾;

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

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

in cui:

i_c è il costo del capitale proprio;

i_d è il costo del capitale di credito;

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

Si dimostra che, se i costi del capitale proprio e del capitale di credito vengono espressi utilizzando il modello del CAPM, la formula di cui sopra equivale alla seguente:

$$i = i_l + \beta_A (R_m - i_l)$$

in cui:

β_A è il beta relativo alle attività; esso cioè misura il solo rischio operativo e non anche quello finanziario.

4.2.3.1.2. I metodi finanziari semplificati

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

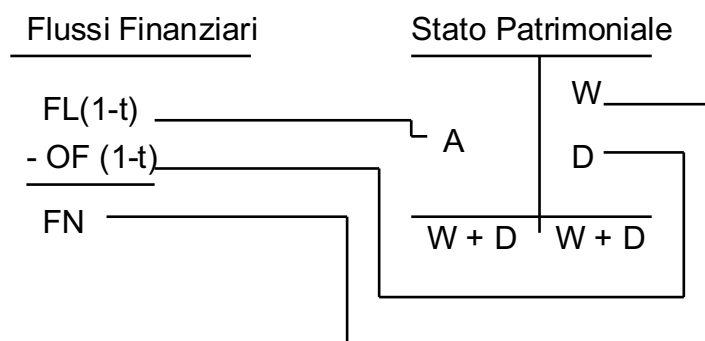
Anche nel caso dei metodi finanziari è possibile individuare la modalità *mediata* e quella *diretta* del calcolo del capitale economico, sulla base del legame esistente tra flussi monetari/finanziari e

¹ Al fine di migliorare il grado di affidabilità del *beta-factor* desunto dal campione di imprese comparabili a quella oggetto di valutazione, è possibile, per il tramite della formula di Hamada, scorporare dal *beta-factor* di mercato la componente finanziaria così da determinare il c.d. *beta unlevered*, e applicare al *beta unlevered* medio di mercato il rischio finanziario dello specifico complesso aziendale oggetto di valutazione.

La formula di Hamada, si precisa, è la seguente: $\beta_u = \frac{\beta_l}{\left[1 + \frac{D}{W}(1-t)\right]}$ dove β_u è il *beta unlevered* di una singola impresa,

β_l è il *beta levered* della stessa impresa, D è il valore di mercato dei debiti finanziari dell'impresa; W è il valore economico del capitale dell'impresa; t è l'aliquota d'imposta.

valori economici delle attività e del capitale proprio. In particolare, nella stessa ipotesi semplificatrice prevista nel precedente paragrafo, in cui si supponga l'assenza di attività, passività, redditi e perdite di natura non operativa, ad eccezione degli elementi riguardanti la gestione finanziaria e si assuma che i flussi siano infiniti e costanti nel tempo, lo schema di valutazione del capitale economico con il metodo finanziario è rappresentabile nel seguente modo:



dove:

FL è il valore del flusso *unlevered* (o flusso della gestione operativa);

t è l'aliquota d'imposta;

OF è il valore del flusso generato dalla gestione finanziaria calcolato al netto delle imposte corrispondenti;

FN è il valore del flusso *levered* (flusso monetario netto complessivo disponibile): esso rappresenta il flusso di cassa disponibile generato dalla gestione che può essere destinato alla distribuzione senza provocare imbarazzi finanziari;

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

W è il valore economico del netto (capitale economico);

D è il valore economico dei debiti finanziari.

La fattuale applicazione del metodo finanziario richiede che vengano determinati:

- il flusso di cassa futuro relativo al periodo di valutazione considerato;
- la durata del periodo di previsione dei flussi attesi;
- il valore del tasso di sconto dei flussi attesi.

Per la determinazione dei parametri di cui ai punti due e tre si può fare riferimento a quanto detto a proposito dei metodi reddituali.

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

Ricavi della gestione operativa corrente

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

+ Debiti della gestione operativa corrente

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

+ Ricavi per disinvestimenti di capitale fisso strumentale

- Costi per investimenti di capitale fisso strumentale

- Crediti relativi ai disinvestimenti

+ Debiti relativi agli investimenti

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

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

- Imposte operative pagate

Flusso unlevered (D)

+ Accensione di debiti finanziari

- Rimborso di debiti finanziari

- Concessioni di crediti finanziari

+ Rimborso di crediti finanziari

- Oneri finanziari pagati

+ Proventi finanziari riscossi

± Imposte «finanziarie»

Flusso della gestione finanziaria al netto delle imposte (E)

(D)+(E) Flusso levered

Una seconda tecnica di determinazione dei flussi finanziari si sofferma, per il calcolo dei flussi netti relativi ai singoli periodi amministrativi, sull'esame di due situazioni patrimoniali consecutive.

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

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

4.2.3.2. I metodi basati su grandezze *stock*

I metodi basati su grandezze *stock* vengono definiti patrimoniali e si fondano sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale dell'azienda.

I metodi patrimoniali di stima del valore economico del capitale d'impresa si distinguono in:

- METODO PATRIMONIALE SEMPLICE (O PURO);
- METODO PATRIMONIALE COMPLESSO.

La distinzione si fonda sul diverso grado di apprezzamento dei beni immateriali non contabilizzati (tecnologia, portafoglio lavori, organizzazione del personale, ecc.): essi sono del tutto tralasciati nel metodo patrimoniale puro, mentre sono ampiamente considerati nel metodo patrimoniale complesso.

4.2.3.2.1. Il metodo patrimoniale semplice (o puro)

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

Il capitale netto rettificato viene, per norma, calcolato mediante la riespressione a valori correnti degli elementi dell'attivo e del passivo patrimoniale. In formula:

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

dove:

K' è il patrimonio netto rettificato;

A' rappresenta l'attivo riespresso a valori correnti;

P' costituisce il passivo riespresso a valori correnti.

4.2.3.2.2. I metodi patrimoniali complessi

I metodi patrimoniali complessi sono di due tipi:

- a) metodi patrimoniali complessi di I grado (sommano al valore del patrimonio netto rettificato "K" il valore dei beni immateriali non contabilizzati aventi però un valore di mercato);
- b) metodi patrimoniali complessi di II grado (sommano al valore di "K" sia il valore dei beni immateriali di cui *sub a*), sia il valore dei beni immateriali non contabilizzati e non aventi valore di mercato - *know how*, marchi, portafoglio lavori, valore dell'organizzazione umana, ecc. - privi cioè di un riscontro diretto.

L'espressione sintetica che meglio può esprimere i metodi patrimoniali complessi è la seguente:

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

dove Val. Imm. indica il valore dei beni immateriali non contabilizzati.

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

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

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

in cui:

R = reddito atteso;

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

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

4.2.3.3. I metodi basati su grandezze flusso-stock

I metodi misti, basati su grandezze flusso-stock, costituiscono una mediazione tra i metodi patrimoniali – dai quali prendono la caratteristica della verificabilità oggettiva – e i metodi reddituali – dai quali prendono le considerazioni sulle aspettative reddituali. I metodi misti più diffusi sono: il metodo “tedesco” e il “metodo anglosassone” (o metodo della durata limitata dell'avviamento).

Come noto, l'impiego di tali metodi è stato raccomandato dalla *Union Européenne des Experts Comptables Economiques et Financiers* (Unione Europea degli Esperti Contabili Economici e Finanziari, UEECEF o più semplicemente, UEC) nella propria Raccomandazione del 1962, nella quale ha manifestato l'esigenza di rettificare il valore del patrimonio in funzione della capacità di reddito dell'azienda.

In particolare, con il metodo indiretto o dei pratici tedeschi, il valore di un'azienda è fatto pari alla media del valore delle attività e del valore di rendimento. In tal modo, il *goodwill* corrisponde alla differenza fra il valore dell'azienda ed il valore degli elementi attivi del suo capitale o alla metà della differenza fra il valore di rendimento ed il valore delle attività (cfr. p. 36 Raccomandazione UEC); si tratta, in sostanza, del metodo del valore medio che può sintetizzarsi nella seguente formula:

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

Con il metodo diretto o metodo anglosassone, il valore dell'azienda è assimilato al valore corrente dell'attivo aumentato del *goodwill*.

L'algoritmo di valutazione è il seguente algoritmo:

$$W = K' + C.R.$$

dove:

W costituisce il valore economico della società stimato mediante il metodo anglosassone;

K' rappresenta il patrimonio netto rettificato del complesso aziendale oggetto di valutazione;

C.R. il valore economico della correzione reddituale positiva o negativa, stimata mediante l'attualizzazione del sovra/sottoreddito che la Società sarà in grado di produrre nel corso della gestione; in formule:

in cui:

$$C.R. = \sum_{t=1}^n \frac{R_t - i \cdot K'}{(1+i)^t}$$

a) $(R_t - i \cdot K')$ rappresenta il sovra/sottoreddito che la Società sarà presumibilmente in grado di produrre in ciascun esercizio futuro;

b) R_t sono i redditi netti attesi della Società per gli anni di durata della correzione reddituale;

c) i è il costo del capitale proprio;

d) n costituisce l'orizzonte temporale di riferimento della correzione reddituale.

Ai fini dell'applicazione del metodo misto patrimoniale con correzione reddituale occorre:

- individuare i beni facenti parte del complesso aziendale;
- stimare il valore corrente degli stessi e conseguentemente le rettifiche da apportare al valore contabile delle attività e passività iscritte nella situazione patrimoniale di riferimento. Al riguardo, si fa presente che gli *asset* a fecondità ripetuta dovranno essere valutati al valore corrente d'uso, i beni a fecondità semplice al valore di presunto realizzo e le passività al valore di presumibile estinzione;
- verificare che la redditività implicita del complesso aziendale sia in linea con la remunerazione congrua del capitale in esso investito. In assenza di tale condizione, infatti, si deve apportare una correzione reddituale (positiva o negativa) al valore di natura patrimoniale in modo tale da apprezzare nella dovuta misura il *goodwill/badwill* aziendale. Nello svolgimento di tale verifica appare opportuno che i beni accessori - eventualmente presenti nel patrimonio del complesso aziendale oggetto di stima - vengano stimati autonomamente rispetto al valore del patrimonio "operativo" del complesso aziendale.

Laddove nella valutazione del capitale del complesso aziendale oggetto di trasferimento non si prenda in considerazione il patrimonio netto rettificato, ma il capitale operativo, la congruità della redditività del capitale investito (operativo) verrà giudicata mediante l'analisi del reddito operativo atteso (e non di quello netto atteso). In altri termini, la logica su cui si fonda l'algoritmo

di valutazione è la stessa della tecnica “anglosassone”, con la sola differenza che ci si basa su grandezze operative e non nette. In formula:

$$W = CIN' + \left[\sum_{j=1}^n (RO_j - WACC \times CIN') \times (1 + i_c)^{-j} \right] - D$$

dove:

W è il valore del capitale economico della Società;

CIN' è il valore corrente delle attività operative, (considerate al netto dei debiti non finanziari e non onerosi);

RO_j sono i redditi operativi conseguiti dalla Società negli n anni considerati ai fini della stima del valore della correzione reddituale;

$WACC$ è il costo medio ponderato del capitale;

i_c è il costo del capitale proprio;

n è il periodo di durata del “sovrareddito” o del “sottoreddito” operativi della Società;

D è il valore economico dei debiti finanziari della Società all’epoca della stima.

Per quanto attiene alla stima del tasso di attualizzazione per la determinazione del *goodwill/badwill* aziendale, si fa presente che, per il principio di coerenza tra flussi e tassi, ove si debbano attualizzare flussi netti (nominali o reali) essi andranno scontati al tasso di remunerazione del capitale proprio (nominale o reale); di converso, ove si debbano attualizzare flussi operativi (nominali o reali), essi andranno scontati al costo medio ponderato del capitale (nominale o reale).

5. La scelta della metodologia valutativa

5.1. La metodologia valutativa utilizzata

Come si è avuto modo di descrivere nel precedente capitolo, la scelta di una o più metodologie da impiegare ai fini della stima del valore economico di un’azienda dipende dalla finalità sottesa alla valutazione, dalle caratteristiche dell’azienda oggetto di valutazione e dalla qualità e quantità delle informazioni e dei dati disponibili.

Non esiste, infatti, un metodo che sia riconosciuto universalmente valido per la stima del valore economico di un complesso aziendale in grado di soddisfare, in ogni circostanza, i requisiti di “razionalità”, “obiettività”, “generalità” e “stabilità” in misura migliore di tutti gli altri.

Nel caso in esame, per quanto attiene alla qualità e quantità delle informazioni e dei dati disponibili ai fini della valutazione del capitale economico della Fondazione, si osserva che lo scrivente ha acquisito informazioni in merito alla situazione patrimoniale della stessa alla data di riferimento della valutazione.

In particolare, appare necessario individuare puntualmente il complesso di beni che compongono la Fondazione e, successivamente, come tali beni organizzati, determinino la formazione del risultato d’esercizio d’impresa ovvero la produzione di reddito che, nel caso di specie, non può essere redistribuito.

Atteso quanto sopra, e per lo scopo qui ricercato, appare opportuno tenere conto di quanto riportato nei documenti esaminati dallo Scrivente. Al riguardo, occorre subito chiarire che la Fondazione, come fissato con lo Statuto della stessa, opera esclusivamente nell’interesse dell’UdA, in quanto suo ente strumentale, e non persegue scopi di lucro.

Inoltre, non può distribuire utili che, se prodotti, devono essere reinvestiti in attività di ricerca, sviluppo e formazione nel settore di cui all’art. 2 dello Statuto.

Ed infatti, le attività proprie della Fondazione sono tutte dirette al supporto della didattica e della ricerca scientifica e tecnologica.

Tale circostanza appare oltremodo dirimente ai fini della scelta della metodologia più idonea per la valorizzazione del capitale economico della Fondazione, atteso che i beni della stessa non sono finalizzati alla determinazione della produzione di reddito bensì al supporto della didattica e della ricerca scientifica e tecnologica in favore dell’UdA, in quanto suo ente strumentale.

Per tutto quanto precede, si è ritenuto opportuno adottare, ai fini della stima del valore del capitale economico della “Fondazione Università G. D’Annunzio”, il metodo patrimoniale semplice, metodologia che tende ad apprezzare in misura adeguata la componente *stock* del patrimonio della Fondazione capace di perseguire lo scopo sociale.

Tutto ciò premesso, il valore del capitale economico della “Fondazione Università G. D’Annunzio” alla data del 30.06.2026 è stato calcolato, in definitiva, sul fondamento della seguente formula:

$$W = K'$$

Dove, K' rappresenta il valore del patrimonio netto rettificato.

Nel prosieguo, si è proceduto a determinare il valore del capitale economico della “Fondazione Università G. D’Annunzio” al 30.06.2026.

6 La stima del valore economico “Fondazione Università G. D’Annunzio”

6.1. La determinazione del valore del patrimonio netto rettificato (k’) della “Fondazione Università G. D’Annunzio” al 30.06.2026

Come delineato nel precedente capitolo, si è ritenuto opportuno stimare il valore economico della “Fondazione Università G. D’Annunzio”, alla data del 30.06.2026, mediante il metodo patrimoniale semplice, metodologia che tende ad apprezzare in misura adeguata la componente *stock* del patrimonio aziendale contabilizzato, sulla base della seguente formula:

$$W = K \pm \text{Rettifiche}$$

dove:

K rappresenta il valore del patrimonio netto contabile;

Rettifiche rappresentano le rettifiche degli elementi attivi e passivi.

Il valore corrente delle attività oggetto di stima è stato determinato sulla base dei documenti e delle informazioni ricevute dal *management* della Fondazione e dell’Ateneo.

Si rammenta che, in ordine alla stima del patrimonio netto rettificato, esula dal presente incarico qualsiasi forma di revisione dei dati e dei valori contabili posti a fondamento della stima. Resta ferma, quindi, la responsabilità della Fondazione e dell’Ateneo per errori ed omissioni concernenti tali documenti, informazioni e dati.

Le tabelle che seguono riportano la consistenza delle singole voci che costituiscono il bilancio d’esercizio chiuso al 30.06.2026 (valori in euro):

“FONDAZIONE UNIVERSITA’ G. D’ANNUNZIO.”

Situazione Patrimoniale al 30.06.2026

ATTIVITA'	
Immobilizzazioni	
<i>Immobilizzazioni Immateriali</i>	510,00 €
<i>Immobilizzazioni Materiali</i>	43.509,78 €
<i>Immobilizzazioni Finanziarie</i>	
Totale Immobilizzazioni	44.019,78 €
Attivo Circolante	
<i>Rimanenze</i>	- €
<i>Crediti</i>	150.965,23 €
<i>Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni</i>	- €
<i>Disponibilità liquide</i>	1.371.138,17 €
Totale Attivo Circolante	1.522.103,40 €
<i>Ratei e Risconti attivi</i>	4.791,13 €
TOTALE ATTIVO	1.570.914,31 €
PASSIVITA'	
Patrimonio netto	809.284,63 €
Fondi rischi e oneri	54.937,50 €
Trattamento di fine rapporto	7.712,74 €
Debiti	21.979,85 €
Ratei e risconti passivi	676.999,59 €
TOTALE PASSIVO E PATRIMONIO NETTO	1.570.914,31 €

La situazione patrimoniale alla data del 30 giugno 2026, messa a disposizione dello Scrivente, evidenzia un patrimonio netto complessivo per euro 809.284,63 così suddiviso:

- Capitale sociale	€	100.000,00;
- Utili (perdite) portati a nuovo	€	670.452,15;
- Utile dell'esercizio (al 30.06.2026)	€	38.832,48.

Sulla base del suddetto bilancio di verifica al 30.06.2026, si è provveduto a formulare le valutazioni necessarie alla determinazione del capitale economico della Fondazione Università G. D'Annunzio.

6.1.1 Immobilizzazioni Immateriali

Come emerge dall'analisi del bilancio d'esercizio al 30.06.2026, la posta delle “Immobilizzazioni immateriali”, al netto del fondo di ammortamento, assume un valore complessivo pari a euro 510,00.

Tale posta, relativa alle “Concessioni, licenze, marchi e diritti simili”, riguarda principalmente i costi sostenuti per licenze e per diritti di utilizzazione delle opere dell’ingegno.

Ai fini della presente stima, tenuto conto della posta in esame, si assume, come espressivo del valore corrente, il valore contabile rappresentato.

6.1.2 Immobilizzazioni Materiali

Le immobilizzazioni materiali, esposte nel bilancio d’esercizio al 30.06.2026, assumono, al netto del fondo di ammortamento, un valore complessivo di euro 43.509,78.

Al riguardo, come desumibile dal Bilancio di verifica al 30.06.2026, occorre segnalare che parte delle immobilizzazioni materiali sono state acquistate mediante l’utilizzo di contributi destinati al funzionamento di alcuni progetti di ricerca. Tali contributi sono stati riscontati in base al piano di ammortamento cui si riferiscono. Nell’anno in corso la Fondazione ha acquistato beni per euro 617 relativi a macchine elettroniche d’ufficio.

La voce “Impianti e Macchinari” contiene apparecchiature di laboratorio mentre la voce “Altri beni” è costituita da mobili e arredi, mobili d’ufficio, macchine elettroniche e materiale bibliografico.

Lo Scrivente, al fine che qui occupa, ha richiesto il libro cespiti della Fondazione per verificare la corrispondenza tra i valori presenti nel detto libro e quelli riportati del bilancio d’esercizio. All’esito dell’analisi condotta sui suddetti documenti, non sono emerse sostanziali differenze.

Pertanto, anche nel caso di specie, si ritiene di assumere, come valore corrente delle Immobilizzazioni materiali, quello rilevato contabilmente.

6.1.3 Immobilizzazioni Finanziarie

La Fondazione, in quanto Ente di diritto privato, non detiene, in senso stretto, partecipazioni in altre società e/o Enti ma promuove e sostiene l’Università Telematica “Leonardo Da Vinci” esercitando un controllo strategico e amministrativo sulla stessa.

Tuttavia, la Fondazione ‘detiene’ l’Università telematica L. Da Vinci” con quanto ne consegue sotto il profilo del ‘valore economico’ della stessa.

Ciò posto, ai fini dell’espressione del puntuale valore economico della medesima occorre correttamente stimare la ‘partecipazione’ nell’Università Telematica, come sopra rammentato e, quindi, individuare il metodo di stima più idoneo per la ricercata valorizzazione.

A fronte di quanto precede, nel successivo capitolo, si intende fornire la stima della “Università telematica L. Da Vinci”.

6.1.3.1 La Stima del valore economico della Università Telematica "L. Da Vinci"

A. La Scelta della metodologia valutativa della UNIDAV

Come si è avuto modo di descrivere in precedenza, la scelta di una o più metodologie da impiegare ai fini della stima del valore economico di un'azienda dipende dalla finalità sottesa alla valutazione, dalle caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione e dalla qualità e quantità delle informazioni e dei dati disponibili.

Non esiste, infatti, un metodo che sia riconosciuto universalmente valido per la stima del valore economico di un complesso aziendale in grado di soddisfare, in ogni circostanza, i requisiti di "razionalità", "obiettività", "generalità" e "stabilità" in misura migliore di tutti gli altri.

In generale, la stima del valore economico dell'Ateneo Telematico qui ricercata può essere effettuata mediante molteplici tecniche nessuna delle quali può, in via astratta, definirsi "ottima"; pertanto, la scelta della metodologia dovrà essere effettuata tenendo conto delle ipotesi sottostanti la stima, delle caratteristiche dell'Ente oggetto di valutazione e delle informazioni a disposizione dello Scrivente.

Ebbene, allo scopo appare, anzitutto, opportuno rammentare come l'Università Telematica "L. Da Vinci", con sede legale in Torrevecchia Teatina (CH), Piazza S. Rocco n. 2 sia stata costituita con Decreto del Ministero dell'Istruzione in data 27 ottobre 2004.

In base a quanto è possibile apprendere dai documenti consegnati allo Scrivente, l'UNIDAV ha personalità giuridica di diritto privato e non ha scopo di lucro e pertanto non può distribuire utili. Con riguardo all'oggetto sociale, UNIDAV lo persegue con la somministrazione di corsi universitari a distanza, ai sensi del Regolamento di cui al DM. N. 509 del 03 novembre 1999 e ss.mm. nonché il rilascio dei titoli accademici ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 7 del Decreto Interministeriale del 17 aprile 2003.

L'Ateneo Telematico, inoltre, svolge e promuove attività di ricerca, sostenendone lo sviluppo, attività di formazione continua a favore di tutte le professioni, in particolare nel settore dell'educazione e del personale sanitario.

Ciò premesso, nel caso di specie risulta opportuno adottare, ai fini della stima,¹ un metodo reddituale complesso quando ricorrono una o più delle seguenti condizioni, ovvero l'ateneo presenta un elevato valore degli intangibili, in quanto come nella quasi totalità degli Atenei Telematici gran parte del Valore deriva da:

- accreditamento ministeriale;
- reputazione del marchio;
- piattaforma tecnologica;

- corpo docente;
- corsi già autorizzati;
- bacino di studenti;
- capacità di attrarre nuove immatricolazioni.

Questi elementi producono benefici economici futuri che un metodo patrimoniale o reddituale semplice difficilmente riesce a “cogliere”.

Alla luce delle considerazioni effettuate, pertanto, lo Scrivente ritiene opportuno utilizzare, ai fini della presente stima, una metodologia reddituale complessa, attesa la circostanza che le componenti flusso, nel caso di specie, risultano maggiormente espressive delle potenzialità economico-produttive dell’Ateneo Telematico oggetto di stima, consistente nello stimare il valore economico dello stesso mediante l’attualizzazione dei flussi reddituali che esso sarà in grado di generare in futuro, così come stimati sulla base del reddito prodotto nel 2025. In formule:

$$W = \sum_{t=1}^n R_t(1+i)^{-t} + \frac{\overline{R}_n(1+g)}{i-g}(1+i)^{-n}$$

dove:

W è il valore del capitale economico dell’Ateneo Telematico stimato per il tramite del metodo reddituale complesso;

R_t è il valore dei redditi futuri che l’Ateneo Telematico sarà presumibilmente in grado di produrre;

i è il tasso di attualizzazione;

g è il tasso atteso di crescita dei redditi netti nel medio-lungo periodo;

n è l’orizzonte temporale di riferimento della stima.

Nel prosieguo, si è proceduto a determinare il valore del capitale economico della “UNIDAV” al 31.12.2025.

B. La stima del valore economico della UNIDAV

Per quanto sopra diffusamente rappresentato, ai fini della stima del capitale economico dell’UNIDAV, ovvero per l’individuazione della componente ‘flusso’ dell’Ente funzionale al metodo di stima individuato, ci si è riferiti alla base dati relativa al reddito conseguito nell’anno 2025.

Nel prosieguo si procederà alla stima del valore economico dell’Ateneo Telematico e di seguito si riporta una sintesi relativa alle previsioni di conto economico dei due esercizi futuri:

Anno	Totale ricavi	Totale costi	Risultato ante imposte
2026	3.744.874	(2.379.762)	1.365.112
2027	3.744.874	(2.379.762)	1.365.112

L'ipotesi di considerare solo 2 esercizi futuri è fondata sull'osservanza della massima prudenza valutativa nella determinazione degli assunti di base.

Atteso quanto precede, nel prosieguo si procederà alla valutazione separata degli elementi necessari alla stima del valore economico della UNIDAV, mediante la metodologia sopra menzionata.

In particolare, si provvederà a determinare:

- a) i flussi reddituali attesi;
- b) il tasso di attualizzazione;
- c) il saggio di crescita atteso;
- d) il valore finale (valore attuale della *perpetuity*);
- e) il valore economico della “Università telematica L. Da Vinci”.

a) i flussi reddituale attesi

Come precedentemente rilevato, i redditi attesi possono essere calcolati mediante quattro differenti tecniche:

1. metodo dei risultati storici;
2. metodo di proiezione dei risultati storici;
3. metodo dei risultati programmati;
4. metodo dell'innovazione.

Ai fini della previsione dei flussi di reddito attesi, lo Scrivente – avendo a disposizione il bilancio d'esercizio chiuso al 3 dicembre 2025 - ha ritenuto opportuno, per le ragioni espresse nel precedente paragrafo, adottare la tecnica di stima fondata sul “metodo dei risultati programmati”.

Nel caso di specie, quindi, i redditi netti puntuali conseguibili nel futuro per il tramite del progetto di *business* oggetto di stima sono stati determinati sulla base del conto economico desunto dal bilancio d'esercizio 2025; i detti valori a consuntivo sono stati estesi per le successive due annualità 2026 e 2027.

In particolare, nella redazione dei conti economici prospettici, lo Scrivente ha ipotizzato che l'Ateneo Telematico continui a sviluppare il proprio *business* esclusivamente facendo ricorso a mezzi propri.

Per quanto concerne i redditi attesi per gli esercizi a partire dal 1.1.2028, ai fini della stima del valore della *perpetuity*, lo scrivente ha ritenuto ragionevole e prudente mantenere il medesimo risultato atteso per l’esercizio 2027.

Il seguente prospetto mostra in sintesi i valori previsionali individuati per il periodo 1.01.2026 – 31.12.2027, costruito con prudenza assoluta.

Anno	Totale ricavi	Totale costi	Risultato ante imposte
2026	3.744.874	(2.379.762)	1.365.112
2027	3.744.874	(2.379.762)	1.365.112

Come si è già avuto modo di rilevare, tali dati, desunti dal bilancio d’esercizio chiuso al 31.12.2025, sono stati ipotizzati veritieri e attendibili e non sono stati sottoposti ad alcuna forma di revisione. Ne deriva che, ai fini della determinazione dei flussi di reddito attesi, si è ritenuto opportuno impiegare i dati previsionali riportati nella tabella seguente:

Esercizi	Redditi operativi lordi attesi	Imposte forfetarie	Redditi operativi netti attesi	Coefficiente attualizzazione	Flussi attesi attualizzati	Flussi attesi cumulati
2026	1.365.112	(52.335)	1.312.777	1,0000	1.312.777	1.312.777
2027	1.365.112	(52.335)	1.312.777	0,9556	1.254.430	2.567.207

b) il tasso di attualizzazione

Il tasso di congrua remunerazione (*ic*) è dato dalla somma di più componenti, stimato secondo la tecnica del *Capital Asset Pricing Model*, descritta nel capitolo n. 4, è così determinato:

$$ic = i_1 + i_2$$

dove i simboli assumono i significati noti.

Il saggio risk free (*i*₁), tasso di remunerazione per il puro investimento di capitale, è stato calcolato prendendo come riferimento la media dei rendimenti lordi dei Titoli di Stato BTP decennali venduti alle aste del 27-30.03.2026, 28-29.05.2026 e 26.06.2026 fonte: Ministero dell’Economia e delle Finanze, Dipartimento del Tesoro

(https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/risultati_aste/risultati_aste_btp_10_anni/BTP-10-Anni-Risultati-Asta-27-30.03.2026.pdf;

https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/risultati_aste/risultati_aste_btp_10_anni/BTP-10-Anni-Risultati-Asta-28-29.05.2026.pdf;

https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/risultati_aste/risultati_aste_btp_10_anni/BTP-10-Anni-Risultati-Asta-26-26.06.2026.pdf), rilevando un rendimento lordo atteso pari al 3,830% che, considerata la tassazione applicata alle dette obbligazioni, pari al 12,5%, consente di esprimere i detti rendimenti decennali pari al 3,351%.

Ai fini del calcolo del premio per il rischio (*i*₂), il dato relativo al coefficiente beta dell’Ateneo Telematico è stato individuato in via indiretta o mediata.

In tale prospettiva, è stato possibile approssimare il beta dell’Ateneo Telematico, alla luce di quanto indicato dalla più accreditata prassi valutativa, a quello relativo al settore “*Education*”, pari a 0,53 (fonte: *Damodaran – Beta by sector*)

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html).

Il premio per il rischio di mercato ($R_m - i_1$) è stato fissato nella misura del 2,46%, valore coerente con prassi professionale accreditata (fonte: *Damodaran – country risk premium*)

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html).

Ne consegue che il premio per il rischio (i_2), calcolato con la tecnica del Capital Asset Pricing Model, risulta essere pari al 1,30%. Ne consegue che il tasso i_c risulta essere pari a **4,65%**.

c) il saggio di crescita atteso

Il saggio di crescita atteso a partire dagli esercizi successivi al 31.12.2027 è stato prudenzialmente fissato pari a 0. Tale scelta è stata ritenuta ragionevole e prudente in considerazione del fatto che, come chiarito dal management della Fondazione e dell’Ateneo, un consistente sviluppo dell’attività (e della capacità reddituale dell’Ateneo Telematico) è oggetto di eccessiva aleatorietà del contesto di riferimento.

d) il valore finale (valore attuale della *perpetuity*)

Il valore finale da sommare al valore attualizzato dei flussi di reddito attesi, relativi al periodo 01.01.2026 – 31.12.2027, ai fini della stima del valore economico dell’Ateneo Telematico, è funzione del reddito atteso dopo il periodo di previsione esplicita, del tasso di congrua remunerazione del capitale “ i ” e del tasso di crescita “ g ”. L’algoritmo da applicare è il seguente:

$$Vf = \frac{R(1+g)}{i-g}$$

dove:

R è il reddito atteso dopo il periodo di previsione esplicita (redditi successivi al 31.12.2027);

i è il saggio di congrua remunerazione del capitale investito, il cui procedimento di determinazione è stato delineato in precedenza;

g è il tasso di crescita utilizzato per i redditi successivi al 31.12.2027, pari, nel caso di specie, a 0.

Il flusso atteso (R) esprime la capacità della UNIDAV di mantenere nel tempo il flusso in esame. Pertanto, ai fini del calcolo della *perpetuity*, lo scrivente ha ritenuto ragionevole e prudente ipotizzare che, a partire dal 01.01.2028, il reddito generato dall’Ateneo Telematico sia pari a quello conseguito nell’ultimo esercizio (2025), espresso in valuta corrente alla data di stima, senza prevedere ulteriori elementi di crescita.

La tabella seguente riporta la stima effettuata (valori espressi in euro):

Calcolo del valore attuale della perpetuità	
Reddito atteso dal 01.01.2028 (reale)	1.254.430
Tasso di attualizzazione (i)	4,65%
Tasso di crescita redditi successivi al 01.01.2028 (g)	0,00%
Valore attuale della perpetuità	26.969.739

e) il valore economico della "UNIDAV" alla data del 31.12.2025

Il valore dell'Università Telematica "L. Da Vinci", calcolato mediante il metodo reddituale complesso, è di seguito indicato.

Nella tabella seguente si riporta la stima del valore attuale dei redditi attesi per il periodo di previsione esplicita e cioè per gli anni dal 1.01.2026 al 31.12.2027 (valori espressi in euro):

Esercizi	Redditi operativi lordi attesi	Imposte forfetarie	Redditi operativi netti attesi	Coefficiente attualizzazione	Flussi attesi attualizzati	Flussi attesi cumulati
2026	1.365.112	(52.335)	1.312.777	1,0000	1.312.777	1.312.777
2027	1.365.112	(52.335)	1.312.777	0,9556	1.254.430	2.567.207

Nella tabella seguente si riporta la stima del valore attuale della *perpetuity* a partire dal 01.01.2028.

Calcolo del valore attuale della perpetuità	
Reddito atteso dal 01.01.2028 (reale)	1.254.430
Tasso di attualizzazione (i)	4,65%
Tasso di crescita redditi successivi al 01.01.2028 (g)	0,00%
Valore attuale della perpetuità	26.969.739

Il valore dell'Ateneo Telematico al 31.12.2025, è dunque pari a **29.536.947,00**, importo ottenuto dalla somma della "*perpetuity*" (26.969.739,00) e del valore attuale dei redditi attesi per gli anni 1.01.2026 – 31.12.2027 (2.567.207), come indicato nella tabella seguente.

Stima del valore economico al 31.12.2025	Valori in euro
Flusso atteso dal 01.01.2028	1.254.430
Tasso di attualizzazione (i)	4,65%
Tasso di crescita (g)	0,00%
Perpetuità	26.969.739
Redditi cumulati (01.01.2026-31.12.2027)	2.567.207
Valore	29.536.947

$$W = 26.969.739,00 + 2.567.207,00 = \mathbf{29.536.947,00.}$$

6.1.4 Attivo Circolante

6.1.4.1 Crediti

La presente posta contabile, iscritta nel bilancio di verifica al 30.06.2026 per euro 150.965,23, risulta essere relativa a:

- Crediti verso clienti per euro 18.101,30 – tali crediti sono riferiti a sponsor e case farmaceutiche che finanziano le attività della Fondazione;
- Crediti verso controllata per euro 125.000 – tali crediti sono riferiti ad anticipi effettuati a favore dell'Università Telematica Leonardo Da Vinci per esigenze gestionali;
- Crediti tributari per euro 3.069,25 – tali crediti sono riferiti agli acconti IRAP versati nel 2025 ed esigibili entro l'esercizio successivo;
- Crediti verso altri per euro 4.794,68 – tali crediti sono riferiti agli interessi attivi bancari. I crediti in parola sono iscritti al netto del fondo svalutazione crediti pari ad euro 113.653,78 in ragione della difficoltà di recupero del credito vantato nei confronti del Prof. Martinotti, relativamente ai contenziosi passati in giudicato e tutti favorevoli alla Fondazione.

Atteso quanto precede, ovvero tenuto conto delle informazioni ricevute e della natura dei soggetti "debitori" della Fondazione, non risulta opportuno rettificare i valori sopra citati, in quanto si ritiene che siano espressivi del valore corrente della posta in parola.

6.1.4.2 Disponibilità liquide

Le disponibilità liquide iscritte al 30.06.2026 sono pari ad 1.370.138,17.

Ai fini della presente stima si assume il valore contabile rappresentato.

6.1.5 Ratei e Risconti attivi

I ratei e risconti attivi esposti nel bilancio di verifica al 30.06.2026 ammontano a complessivi euro 4.791,13,00. Considerato che gli stessi sono relativi a ricavi maturati e non ancora incassati, ovvero ad anticipi effettuati per servizi che saranno ricevuti in futuro, si ritiene opportuno assumere il valore contabile quale espressivo del valore corrente della posta e pertanto non apportare alcuna rettifica.

6.1.6 Fondo rischi e oneri

La presente voce, iscritta nel bilancio di verifica al 30.06.2026, ammonta a complessivi euro 54.937,50 ed è relativa all'accantonamento di passività potenziali relative alla diffida ricevuta dall'Ex Direttore Generale per differenze retributive.

Ciò posto, la Fondazione ha richiesto al Prof. Avv. Spaziale il rilascio di un parere *pro veritate* dal quale è stato possibile desumere che non ci sono rischi di soccombenza per la Fondazione. Tuttavia, la Fondazione ha ritenuto prudenzialmente di prevedere comunque un rischio pari al valore iscritto in Bilancio.

Tenuto conto di quanto sopra riportato ovvero della prudenza adottata dalla Fondazione per la rilevazione della posta contabile in parola, lo Scrivente ritiene opportuno assumere il valore contabile quale espressivo del valore corrente della posta e pertanto non apportare alcuna rettifica.

6.1.7 Fondo T.F.R.

La presente voce, iscritta nel bilancio di verifica al 30.06.2026, è pari ad euro 7.712,74.

Tale voce accoglie l'importo accantonato al 31.12.2025 per il trattamento di fine rapporto.

Anche nel caso di specie, tenuto conto della natura della "posta" in discussione, si ritiene di assumere come valore corrente della stessa, quello rilevato contabilmente.

6.1.8 Passivo

6.1.8.1 Debiti

La presente posta contabile, iscritta nel Bilancio di verifica al 30.06.2026 per euro 21.979,85, risulta essere così composta:

A. debiti vs. fornitori per euro -7.339,49;

accoglie l'importo di fatture ricevute per euro -7.339,49;

B. debiti tributari per euro 6.917,47;

tale voce di debito accoglie i debiti per ritenute IRPEF da lavoro dipendente e ritenute IRPEF lavoro autonomo;

C. debiti vs. ist. di previdenza e sicurezza sociale per euro 4.286,85;

tale voce si riferisce interamente ai contributi INPS e INAIL non versati;

D. debiti vs. altri per euro 18.115,02;

tale voce di debito è riconducibile prevalentemente alle mensilità aggiuntive, alle altre indennità maturate dal personale dipendente e agli emolumenti per i Sindaci.

Atteso quanto precede, ovvero tenuto conto delle informazioni ricevute e della natura dei soggetti "creditori" della Fondazione, non risulta opportuno rettificare i valori sopra citati, in quanto si ritiene che siano espressivi del valore corrente della posta in parola.

6.1.9 Ratei e Risconti passivi

I ratei e risconti passivi esposti nel bilancio di verifica al 30.06.2026 ammontano a complessivi 676.999,59 e si riferiscono:

- per euro 485.713,60 alle fatture da ricevere (ascrivibile prevalentemente alle competenze dello studio legale Milia che ha patrocinato per la Fondazione in diversi contenziosi aventi come controparte il Prof. Martinotti); per alcuni di essi, lo studio legale ha patrocinato anche l'Università "G. D'Annunzio", tuttavia, prudenzialmente la Fondazione ha ritenuto di imputare comunque i compensi lordi richiesti, senza considerare la potenziale condivisione di spese con l'Università;
- per euro 7.191,37 a note di debito da ricevere;
- per euro 183.289,62 alla quota parte di ricavi derivanti dallo svolgimento delle attività di ricerca istituzionale e commerciali che è differita in relazione ai costi ancora da sostenere per tali attività di ricerca;
- per euro 805,00 alla quota di contributi incassati per l'acquisto di cespiti, rinviata per competenza agli esercizi successivi. La quota di ricavo che è stata imputata al conto economico è quella relativa ai costi per l'ammortamento dei cespiti acquistati nel 2025.

Ciò posto, ai fini della presente stima, tenuto conto della posta in esame, si assume, come espressivo del valore corrente, il valore contabile rappresentato.

6.1.10 La stima del patrimonio netto rettificato al 30.06.2026

Sulla base delle considerazioni esposte nei precedenti paragrafi, delle informazioni fornite dal *management* della Fondazione e dell'Università e del bilancio di verifica al 30.06.2026, il valore del patrimonio netto rettificato (*K'*) della Fondazione Università Gabriele D'Annunzio, assume un valore positivo, pari a euro 30.346.251,63, arrotondato **ad euro 30.346.252,00** come appresso riportato in dettaglio:

RELAZIONE DI STIMA DELLA "FONDAZIONE UNIVERSITA' GABRIELE D'ANNUNZIO"

FONDAZIONE "UNIVERSITA' GABRIELE D'ANNUNZIO AL 30.06.2026	
ATTIVITA'	
Immobilizzazioni	
<i>Immobilizzazioni Immateriali</i>	510,00 €
<i>Immobilizzazioni Materiali</i>	43.509,78 €
<i>Immobilizzazioni Finanziarie</i>	29.536.967,00 €
Totale Immobilizzazioni	29.580.986,78 €
Attivo Circolante	
<i>Rimanenze</i>	- €
<i>Crediti</i>	150.965,23 €
<i>Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni</i>	- €
<i>Disponibilità liquide</i>	1.371.138,17 €
Totale Attivo Circolante	1.522.103,40 €
<i>Ratei e Risconti attivi</i>	4.791,13 €
TOTALE ATTIVO	31.107.881,31 €
PASSIVITA'	
Patrimonio netto	
Fondi rischi e oneri	54.937,50 €
Trattamento di fine rapporto	7.712,74 €
Debiti	21.979,85 €
Ratei e risconti passivi	676.999,59 €
TOTALE PASSIVO E PATRIMONIO NETTO	761.629,68 €
K'	30.346.251,63 €

In sintesi, il valore del patrimonio netto rettificato della Fondazione (K'), alla data del 30.06.2026, risulta essere pari a € 30.346.252,00, così determinato (cfr. tabella seguente, importi in euro):

Descrizione	Importi
Patrimonio netto contabile	809.285,00 €
Rettifiche negative	- €
Rettifiche positive	29.536.967,00 €
Patrimonio netto rettificato (K')	30.346.252,00 €

6.2 La stima del capitale economico della “Fondazione Università G. D’Annunzio”

Il valore del capitale economico della “Fondazione Università G. D’Annunzio” alla data del 30.06.2026, calcolato secondo il metodo patrimoniale semplice, può essere individuato in un importo pari ad euro 30.346.251,63, arrotondato ad euro 30.346.252,00.

Tale importo, rinviene dalla sommatoria tra il patrimonio netto contabile (somma algebrica di elementi attivi e passivi) al quale si sottraggono e aggiungono le rettifiche negative (il maggior valore delle passività e il minor valore della attività) e le rettifiche positive (il minor valore delle passività e il maggior valore della attività), individuate nei precedenti paragrafi, allo scopo di individuare il valore corrente delle attività oggetto di stima (*cfr.* tabella seguente – importi in euro):

W di "Fondazione Università Gabriele D'Annunzio", alla data del 30.06.2026	Valori in euro
K	809.285,00 €
Rettifiche +/-	29.536.967,00 €
W	30.346.252,00 €

7. Conclusioni

Con Decreto Direttoriale Rep. n. 289 Prot. N. 47838 del 22giugno 2026, il Direttore Generale dell’Università degli Studi “G. D’Annunzio” di Chieti-Pescara ”, preso atto dell’esito della procedura di selezione pubblica di cui al D.D. Rep. 259 Prot. N. 43443 del 5 giugno 2026, è stato richiesto allo scrivente, Prof. Dott. Simone Manfredi, *Ph.D.*, Ordinario di Economia Aziendale nell’Università San Raffaele Roma, iscritto all’Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma e al registro dei Revisori Legali, l’incarico di procedere alla redazione di una perizia di stima ex artt. 2500-ter e 2465 c.c. finalizzata alla determinazione del valore economico della “*Fondazione Università Gabriele D’Annunzio*”, alla data del 31.12.2025, ovvero dell’Ente Università Telematica “L. Da Vinci” direttamente promosso e sostenuto (art. 1 co. 2 Statuto UNIDAV).

Alla luce delle ipotesi e limitazioni espresse nel secondo paragrafo e delle considerazioni relative alle caratteristiche della Fondazione da valutare riportate al capitolo 2, si è optato per il metodo patrimoniale semplice, metodologia che tende ad apprezzare in misura adeguata la componente *stock* del patrimonio aziendale contabilizzato, sulla base della seguente formula:

$$W = K'$$

dove i simboli assumo i significati noti.

In sostanza, il valore economico della “Fondazione Università G. D’Annunzio” alla data del 30.06.2026 (K') è stato determinato sulla base della seguente espressione:

$$W = K \pm \text{Rettifiche}$$

dove i simboli assumo i significati noti.

La suddetta metodologia ha condotto alle seguenti valutazioni (importi in euro):

Descrizione	Importi
Patrimonio netto contabile	809.285,00 €
Rettifiche negative	- €
Rettifiche positive	29.536.967,00 €
Patrimonio netto rettificato (K')	30.346.252,00 €

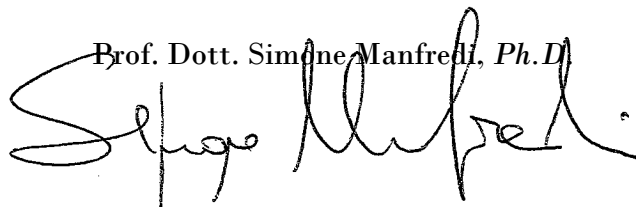
A fronte di ciò, il valore, al 30.06.2026, del capitale economico della “Fondazione Università Gabriele D’Annunzio”, stimato con il metodo patrimoniale semplice, tenuto conto degli obiettivi del presente incarico e delle ipotesi e limitazioni menzionate nella presente relazione, è risultato pari ad euro 30.346.251,63, arrotondato ad **euro 30.346.252,00** come riportato di seguito (cfr. tabella seguente, valori in euro):

W di "Fondazione Università Gabriele D'Annunzio", alla data del 30.06.2026	Valori in euro
K	809.285,00 €
Rettifiche +/-	29.536.967,00 €
W	30.346.252,00 €

Ritenendo con la presente relazione di stima di aver adempiuto all'incarico affidato e rimanendo a disposizione per ogni eventuale chiarimento e/o integrazione in merito a quanto esposto, si ringrazia per la fiducia accordata e si porgono distinti ossequi.

In conclusione, lo Scrivente, ai sensi del combinato disposto ex artt. 2500 *ter* e 2465 c.c., attesta che il valore della "Fondazione Università Gabriele D'Annunzio", al fine della determinazione del capitale sociale per la sua trasformazione eterogenea, sia almeno pari ad **euro 30.346.252,00**.

Roma, 16 luglio 2026

Prof. Dott. Simone Manfredi, Ph.D.


Allegati:

- Allegato 1 - Bilancio di verifica provvisorio al 30.06.2026 della Fondazione Università Gabriele D'annunzio;
- Allegato 2 - Bilancio d'esercizio chiuso al 31.12.2025 Università Telematica "L. Da Vinci".