

**PERIZIA DI VALUTAZIONE DEL RAMO D'AZIENDA DELLA SOCIETA'**  
**"KRABE CHEMIE ITALIA SRL in liquidazione"**  
**avente sede in Bernate Ticino (MI) Via Dell'Artigianato n.12**

**a cura del Perito**

**Dott. Antonio Zito Dottore Commercialista in Milano**

## **INDICE**

<b>1</b>	<b>PREMESSE.....</b>	<b>3</b>
1.1	OGGETTO, FINALITÀ E DATA DI RIFERIMENTO DELLA VALUTAZIONE .....	3
1.2	DOCUMENTAZIONE CONTABILE UTILIZZATA E CONTROLLI EFFETTUATI.....	3
1.3	DATI DELLA SOCIETÀ CONCEDENTE ED IDENTIFICAZIONE DELL'AZIENDA .....	3
1.3.1	<i>Localizzazione dell'azienda.....</i>	<i>6</i>
1.3.2	<i>Beni strumentali impiegati .....</i>	<i>7</i>
1.3.3	<i>Andamento economico-patrimoniale e cause della crisi.....</i>	<i>8</i>
<b>2</b>	<b>DEFINIZIONE DELLE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE .....</b>	<b>12</b>
2.1	CRITERI GENERALI DI VALUTAZIONE .....	13
2.1.1	<i>Metodo patrimoniale .....</i>	<i>13</i>
2.1.2	<i>Metodi reddituali.....</i>	<i>14</i>
2.1.3	<i>Metodi misti patrimoniali – reddituali.....</i>	<i>15</i>
2.1.4	<i>Metodi finanziari.....</i>	<i>17</i>
2.1.5	<i>Metodi empirici.....</i>	<i>17</i>
2.2	CRITERIO DI VALUTAZIONE UTILIZZATO NELLA STIMA.....	18
2.3	VALUTAZIONE DEL PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO .....	19
2.4	DETERMINAZIONE DEL REDDITO MEDIO PROSPETTICO.....	21
2.5	PROCESSO DI NORMALIZZAZIONE DEL REDDITO.....	23
2.6	ORIZZONTE TEMPORALE, DETERMINAZIONE DEL TASSO DI VALUTAZIONE NORMALE E DEL TASSO DI VALUTAZIONE FINANZIARIO .....	26
<b>3</b>	<b>IL VALORE DELL'AZIENDA.....</b>	<b>27</b>
<b>4</b>	<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>28</b>

## **1 PREMESSE**

In sede di redazione del programma di liquidazione del 3 luglio 2018 da parte del Curatore del Fallimento "KRABE CHEMIE ITALIA Srl", Avv. Maria Grazia Giampieretti, il sottoscritto Dott. Antonio Zito, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano al n. 3317 e all'Albo dei CTU del Tribunale di Milano al n. 9438, è stato nominato Perito per esprimere la stima del ramo d'azienda del Fallimento in epigrafe.

### **1.1 Oggetto, finalità e data di riferimento della valutazione**

La perizia ha per oggetto la valutazione del ramo d'azienda facente capo alla società KRABE CHEMIE ITALIA Srl, svolgente l'attività di produzione e commercio di prodotti chimici ausiliari destinati principalmente al settore conciario, tessile e cartario.

La valutazione è finalizzata a pervenire al più congruo valore dell'azienda al fine della vendita della stessa a terzi nell'ambito della procedura fallimentare.

Prima del deposito del ricorso per l'ammissione alla procedura di concordato preventivo, depositato dalla società in data 20 ottobre 2017, il ramo d'azienda era stato concesso in locazione alla società [REDACTED]. I valori di riferimento delle poste contabili a quella data non sono variati in modo sostanziale o in modo tale da modificare le conclusioni raggiunte con la presente stima.

### **1.2 Documentazione contabile utilizzata e controlli effettuati**

Al fine di poter adempiere al proprio compito, lo scrivente ha esaminato la seguente documentazione:

- Visura camerale storica della società Krabe Chemie Italia Srl;
- Bilancio d'esercizio al 31.12.2014;
- Bilancio d'esercizio al 31.12.2015;
- Bilancio d'esercizio al 31.12.2016;
- Bilancio di verifica al 31.12.2017;
- Contratto di affitto di ramo d'azienda;
- Elenco dei dipendenti da trasferire;
- Contratto di locazione immobile;
- Ricorso ex art.161 co.6 L.F.;
- Conto Economico al 31-12-2018 dell'affittuario;

### **1.3 Dati della società concedente ed identificazione dell'azienda**

La società concedente è la “KRABE CHEMIE ITALIA SRL”, con sede legale in Bernate Sul Ticino in Via dell’Artigianato n.12, iscritta nel Registro delle Imprese di Milano, al numero 02018860128 (corrispondente al proprio codice fiscale e partita Iva).

Costituzione e variazioni:

La società Krabe Chemie Italia S.r.l. è stata costituita il 04/12/1987 ed è iscritta al Registro Imprese di Milano dal 12 giugno 2014 avendo trasferito a partire da quella data la sede legale da Busto Arsizio Via Valle Olona 18 a Bernate sul Ticino ove svolgeva la propria attività.

Evoluzione del capitale sociale:

Il capitale sociale di Euro 91.800,00 è così suddiviso:

<u>SOCIO</u>	<u>QUOTA</u>	<u>PERCENTUALE</u>
██████████ codice fiscale ██████████	82.620,00	90%
██████████ codice fiscale ██████████	9.180,00	10%
<b>Totale Capitale sociale</b>	<b>91.800,00</b>	<b>100%</b>

Amministrazione e organi sociali:

La società è sempre stata amministrata dal Sig. ██████████ amministratore unico.

Con atto del 6 novembre 2017, avanti al Notaio Maragliano Francesco in Milano, la società è stata posta in liquidazione volontaria con la nomina a liquidatore dello stesso Sig. ██████████

Sentenza di fallimento:

In data 1 dicembre 2017 la società ha depositato istanza per l'ammissione alla procedura di Concordato Preventivo.

Successivamente con sentenza del 13 marzo 2018 depositata in data 22 marzo 2018, il Tribunale di Milano ha dichiarato il fallimento della società; la procedura è rubricata al n. 192/18 del registro dei fallimenti.

Oggetto sociale:

L'oggetto sociale della società è:

- *la neutralizzazione di olii ausiliari e miscele di polveri in genere per l'industria tessile, calzaturiera e chimica, la fabbricazione di poliuretani e poliacrilati per l'industria chimica in genere, la fabbricazione di prodotti speciali ed ausiliari per l'industria conciaria, calzaturiera, tessile e chimica, l'analisi, lo studio e la formulazione di prodotti chimici in genere, l'esecuzione di studi di fattibilità in tutte le loro fasi per ottimizzazione processi di lavorazione per fabbricazione prodotti chimici, nonché' il commercio all'ingrosso dei prodotti sopra indicati e di pigmenti, coloranti e prodotti chimici destinati all'industria calzaturiera, conciaria, tessile e chimica in genere e le rappresentanze di prodotti in genere occorrenti per il settore tessile, calzaturiero e chimico;*
- *solforazione/solfatazione, solfitazione/esterificazione di prodotti per industria chimica;*
- *la vendita e il commercio, all'ingrosso e al minuto, l'import-export di pelli grezze e finite, di capi di abbigliamento, di accessori per la moda, di borsette-ria e di calzature;*
- *l'estrazione di prodotti chimici da prodotti agricoli per uso industriale;*
- *la produzione, la trasformazione, l'import-export, il commercio e la promozione di prodotti agricoli, vitivinicoli, ortofrutticoli, agroindustriali, dolciari, ittici, vini e bevande alcoliche;*
- *la produzione e la commercializzazione di materiali composti, di prodotti polimerici e biotecnologici;*
- *l'attività di ricerca e sviluppo nei settori delle scienze naturali, dell'ingegneria, dell'energia e delle biotecnologie; la ricerca industriale e precompetitiva nel campo agroindustriale, chimico, conciario ed energetico, nonché' nel campo della produzione di prodotti di quarta e quinta gamma per uso alimentare.*

Il ramo d'azienda oggetto della presente valutazione è costituito da:

- *due capannoni industriali:*
  1. *uno di proprietà adibito a magazzino con annesso terreno nel quale vengono stoccati i fusti contenenti la merce prodotta costituita da prodotti chimici;*
  2. *il secondo condotto in locazione nel quale sono installati gli impianti produttivi e di miscelazione dei composti chimici, con annesso ufficio;*
- *i beni mobili, i corredi, gli arredi, gli impianti e i macchinari necessari all'uso e le*

attrezzature e le apparecchiature elettroniche nello stato di fatto e manutentivo in cui si trovano;

- i rapporti di lavoro relativi a n° 6 dipendenti;
- l'utilizzo in leasing di un muletto;
- il magazzino costituito da olii e emulsioni depositati presso l'azienda quantificati alla data odierna;

Sono esclusi:

- le materie prime, i semilavorati e le giacenze di magazzino di prodotti finiti depositati presso il Comune di Solofra sebbene questi ultimi fossero stati inclusi nell'allegato D "Valutazione di magazzino" del contratto di affitto del ramo d'azienda. Dalle dichiarazioni acquisite è emerso che questi ultimi beni sono sempre rimasti presso quel deposito in provincia di Avellino e non sono mai entrati nel perimetro del ramo d'affitto dell'azienda.

Tutti i beni su sinteticamente descritti sono elencati negli allegati "E" e "F" del contratto di affitto d'azienda al quale si rinvia e che costituiscono parte integrante della presente valutazione (*Doc.1 – Contratto di Affitto Azienda*).

I rapporti di lavoro sono riportati nell'allegato "G" del predetto contratto sub allegato Doc.1.

Si descrivono di seguito alcune caratteristiche dell'azienda e del settore in cui opera, utili a definirne il profilo.

### **1.3.1 Localizzazione dell'azienda**

L'attività viene svolta nell'immobile sito in Bernate Sul Ticino in Via Dell'Artigianato n.12 di proprietà della società Immobiliare Massimo S.a.s codice fiscale 09796120153. Tale immobile è costituito da un capannone industriale al piano terra con uffici, servizi e locale deposito e annesso terreno condotti grazie ad un contratto di locazione stipulato in data 15-02-1992 con decorrenza dal 08-02-1992 per la durata di anni 6, successivamente prorogati di scadenza in scadenza. L'unità immobiliare si estende per una superficie complessiva di circa mq 750, oltre a circa mq 4.000 di area esterna. L'altro capannone con due terreni agricoli annessi adibito a magazzino è di proprietà della società. Quest'ultimo è stato oggetto di stima da parte del geometra Marco Pettorali ed è collegato al capannone industriale nel quale sono installati i macchinari per la produzione (*Doc.2 – Valutazione Immobiliare Geom. Pettorali*).

Il capannone di proprietà è accatastato al Foglio 1, particella 161 graffata con le particelle 419 e 420, subalterno 701. L'unità immobiliare si estende per una superficie complessiva di circa mq 1691, dei quali 610 per il capannone e la differenza quale

area esterna.

Attualmente il ramo d'azienda oggetto di stima è condotto in affitto dalla società [REDACTED] capitale sociale Euro [REDACTED] e iscritta al Registro delle Imprese di Vicenza al numero di codice fiscale [REDACTED] con contratto di affitto di ramo d'azienda stipulato il 20 ottobre 2017 (atto depositato presso il registro imprese il 31-10-2017 – Sub Doc.1).

#### Contratto di affitto d'azienda.

Sinteticamente si riportano le condizioni relative al contratto di locazione:

- Durata: 18 mesi a partire dal 20-12-2017.
- Canone mensile: Euro 10.550,00 oltre iva, dei quali 4.000,00 da imputarsi a pagamento del prezzo di acquisto in caso di aggiudicazione del ramo d'azienda da parte dell'affittuaria.
- Clausole: le spese di miglioria sostenute dall'affittuaria e concordate con la concedente sono da imputarsi a deconto del pagamento del prezzo di cessione in caso di aggiudicazione del ramo d'azienda da parte dell'affittuaria.
- Eventuali acquisti di nuovi impianti da parte dell'affittuaria resteranno di proprietà della stessa al termine del contratto di affitto con possibilità di acquisto da parte della concedente.

#### **1.3.2 Beni strumentali impiegati**

Dall'analisi dello stato patrimoniale emerge una prevalenza del magazzino che, nel corso degli anni, ha sostanzialmente rappresentato circa il 25-35% del totale attivo.

Oltre ai locali nei quali si svolge l'attività, i beni materiali impiegati consistono in:

- Impianti di miscelazione dei composti chimici, utensili, n° 4 muletti dei quali uno non più operativo;
- macchine per il sollevamento ed il trasporto di prodotti e attrezzature (ad es: muletti e carrelli elevatori);
- altra attrezzatura da laboratorio costituita da vetreria e bilance e banchi da lavoro;
- arredi e computer e altra attrezzatura informatica.

In dettaglio l'infrastruttura impiantistica è così composta:

#### **Impianti**

Miscelatori installati nel periodo compreso tra il 1992 e il 1999:

- MISCELATORE 5000 litri inox
- MISCELATORE 8000 litri inox
- MISCELATORE 8000 litri inox

- MISCELATORE 2000 litri inox
- MISCELATORE 4000 litri inox
- MISCELATORE 5000 litri inox

Dove il numero di litri indica la capacità di produzione di ogni miscelatore

Tutti i reattori sono dotati di sistema di riscaldamento e raffreddamento termostabile in automatico. Il riscaldamento è tramite olio diatermico fino a temperatura di circa 120°C, fornito da una caldaia di potenza termica nominale 200 KW.

Il raffreddamento degli impianti è gestito da un sistema ad acqua con torre evaporativa installato nell'anno 1992.

Le miscele erano gestite tramite un computer installato nell'anno 2000 che, allo stato, non è più operativo. Ad oggi tutte le miscele sono gestite manualmente.

### **Attrezzature**

Scaffalature installate nei capannoni per lo stoccaggio di materie prime e dei prodotti finiti in fusti, cisternette e bancali.

Tre muletti elevatori, due bilance digitali per la pesatura dei prodotti e tre piccole pompe a girante in polipropilene

### **Ufficio**

Una stampante e tre computer acquistati nel 2015.

### **1.3.3 Andamento economico-patrimoniale e cause della crisi**

L'azienda si rivolge prevalentemente ad una clientela rappresentata da concerie che svolgono l'attività di trattamento del pellame.

Il mercato è stato interessato da un periodo di crisi del settore che ha visto una riduzione dei volumi di produzione del 2% circa nel 2015, dell'1,7% nel 2016 e con un rialzo del 1,8% nel 2017<sup>1</sup>

Dall'analisi dei dati di bilancio risulta che il fatturato è diminuito nel corso degli anni passando dall'importo di Euro 3.5 milioni del 2013 ai 2.4 milioni del 2016 per poi ridursi ulteriormente ad 1.6 milioni nel 2017.

La riduzione del fatturato è in parte spiegata con l'andamento generale del settore dell'abbigliamento in quanto si sono sviluppati nuovi tessuti tecnici derivanti dal petrolio quali piumini, scarpe e borse con una conseguente minore richiesta della produzione di capi in pelle per i quali è necessario utilizzare i prodotti chimici per la relativa conciatura, nonché con la concorrenza derivante dalle imprese chimiche operanti nel Sud Est asiatico.

---

<sup>1</sup> Fonte LINEAPELLE Servizio Economico "Industria conciaria italiana 2015 - 2016 e 2017"



Nel caso della società oggetto di valutazione, la crisi è stata anche causata da fatti congiunturali dovuti alle sofferenze creditizie subite verso alcuni principali clienti e alla chiusura di una serie di stabilimenti conciari operanti nello stesso distretto industriale. Di seguito si riporta la situazione patrimoniale della società fallita negli anni 2013-2014-2015-2016 e 2017, così come risulta dai bilanci depositati in tali anni.

<b><u>Krabe Chemie Italia srl in liquidazione</u></b>					
<b>SITUAZIONE PATRIMONIALE</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
<b>Attività</b>					
Immobilizzazioni immateriali	24.084	31.118	25.780	22.031	26.863
Immobilizzazioni materiali	481.352	472.067	455.949	427.143	432.207
Rimanenze di prodotti finiti	816.482	741.481	700.313	792.453	112.214
Crediti entro i 12 mesi	<b>1.390.080</b>	<b>1.606.495</b>	<b>1.444.180</b>	1.271.512	450.949
Crediti oltre i 12 mesi	2.486	2.486	3.451	7.599	0
Disponibilità liquide	2.980	8.305	8.354	5.256	34.027
Ratei e risconti attivi	12.256	12.910	12.463	8.212	2.155
<b>Totale attività</b>	<b>2.729.720</b>	<b>2.874.862</b>	<b>2.650.490</b>	<b>2.534.206</b>	<b>1.058.415</b>
<b>Passività</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Debiti verso soci					50.000
Debiti entro esercizio	2.172.558	2.354.611	2.030.652	1.948.492	1.554.978
Debiti oltre esercizio	195.016	137.947	135.679	81.639	157.172
Debiti per tfr	111.473	124.271	137.694	153.470	121.288
Fondo rischi	157.203	155.590	155.590	155.590	0
Ratei e risconti passivi	0	2.743	0	156	0
<b>Totale passività</b>	<b>2.636.250</b>	<b>2.775.162</b>	<b>2.459.615</b>	<b>2.339.347</b>	<b>1.883.438</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>93.470</b>	<b>99.700</b>	<b>190.875</b>	<b>194.859</b>	<b>-825.023</b>
Capitale sociale	91.800	91.800	91.800	91.800	91.800
Riserva legale	108	964	1.276	5.835	6.034
Altre riserve	706	706	707	708	707
Utili o perdite dell'esercizio precedenti			5.918	92.532	96.317
<b>Utili o perdite dell'esercizio</b>	<b>856</b>	<b>6.230</b>	<b>91.174</b>	<b>3.984</b>	<b>-1.019.881</b>

La rilevante riduzione del fatturato dal 2016 al 2017 è dovuta dal fatto che in quell'anno l'attività è cessata per effetto della stipula del contratto di affitto d'azienda. Conseguentemente il risultato di gestione ha risentito delle svalutazione del valore di magazzino e dei crediti operata in quell'anno per l'importo complessivo di Euro

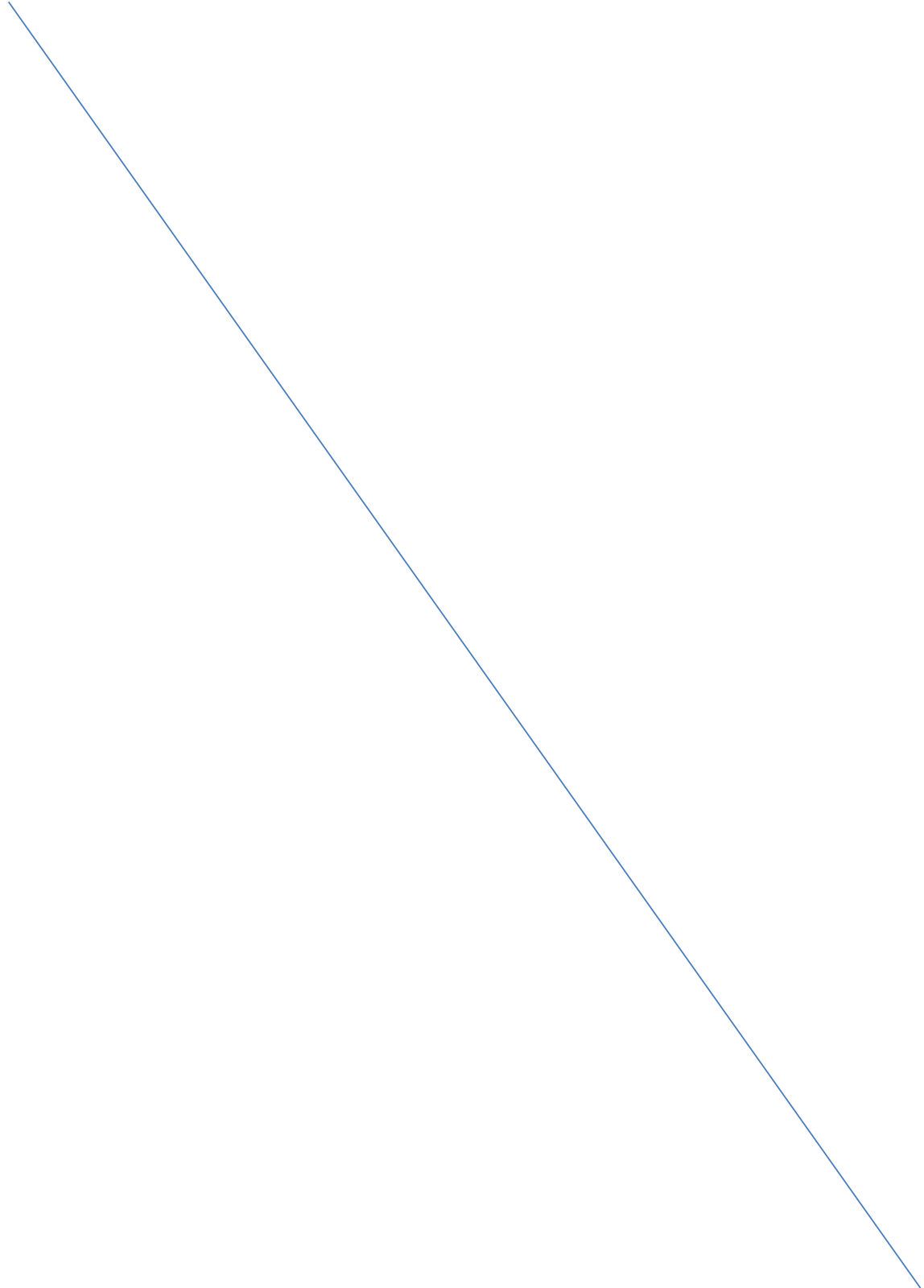
1.024.815, svalutazioni eseguite dalla società per effetto dello scioglimento della stessa.

Ai fini della presente valutazione si ritiene di non dover tenere in considerazione l'anno 2017 in quanto l'attività è cessata nel mese di ottobre 2017 allorquando è stato stipulato il contratto di affitto di azienda.

Di seguito si propone un confronto dei dati del conto economico dal 2013 al 2016 estratti dai bilanci d'esercizio depositati presso il R.I. e dal bilancio di verifica del 2017 e successivamente riclassificati al fine di evidenziare il risultato operativo.

<b><i>Krabe Chemie Italia srl in liquidazione</i></b>					
<b>Conto Economico</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
<b>A) VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b>3.503.307</b>	<b>2.962.415</b>	<b>3.040.433</b>	<b>2.483.985</b>	<b>1.608.475</b>
1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni	3.247.209	2.995.878	3.054.327	2.401.748	1.601.978
2) Var. rim. prod. in corso lav., semil. e p.f.	252.648	-39.268	-28.347	33.667	
3) Variazioni dei lavori in corso su ordinazione	0	0	0	0	0
4) Incrementi di immobilizzazioni	0	0	0	0	0
5) Altri ricavi e proventi	3.450	5.805	14.453	48.570	6.497
<b>B) COSTI DELLA PRODUZIONE</b>	<b>4.854.367</b>	<b>4.754.803</b>	<b>3.430.780</b>	<b>3.287.470</b>	<b>821.418</b>
6) Per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	2.419.475	2.073.797	2.048.653	1.710.649	977.816
7) Per servizi	407.398	375.195	334.502	351.820	306.773
8) Per godimento di beni di terzi	49.500	43.543	56.680	68.016	31.975
9) Per il personale	280.429	230.966	254.828	268.551	209.285
10) Ammortamenti e svalutazioni	37.981	44.046	40.176	38.854	0
11) Variazioni delle rimanenze m.p., suss., consumo e merci	112.028	35.732	12.822	-58.473	
12) Accantonamenti per rischi	0	0	0	0	1.024.815
13) Altri accantonamenti	0	0	0	0	0
14) Oneri diversi di gestione	28.914	5.780	28.858	6.739	36.487
<b>MARGINE DI PRODUZIONE (A-B)</b>	<b>167.582</b>	<b>153.356</b>	<b>263.914</b>	<b>97.829</b>	<b>-978.676</b>
Risultato gestione finanziaria	-100.986	-107.249	-96.514	-65.059	-41.205
Risultato gestione straordinaria	-10.908	8.261	0	0	0

<b>Utile lordo prima delle imposte</b>	<b>55.688</b>	<b>54.368</b>	<b>167.400</b>	<b>32.770</b>	<b>-1.019.881</b>
Imposte	54.832	48.138	76.226	28.786	0
<b>Utile / perdita netta</b>	<b>856</b>	<b>6.230</b>	<b>91.174</b>	<b>3.984</b>	<b>-1.019.881</b>



Conto economico riclassificato:

<b><u>Krabe Chemie Italia srl in liquidazione</u></b>					
<b>Conto economico riclassificato</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Totale vendite	3.247.209	2.995.878	3.054.327	2.401.748	1.601.978
Variazione rimanenze PF	252.648	-39.268	-28.347	33.667	0
Altri ricavi	3.450	5.805	14.453	48.570	6.497
<b>Totale ricavi</b>	<b>3.503.307</b>	<b>2.962.415</b>	<b>3.040.433</b>	<b>2.483.985</b>	<b>1.608.475</b>
Costo del venduto (inclusa var. rim. MP)	2.531.503	2.109.529	2.061.475	1.652.176	977.816
<b>Margine di contribuzione</b>	<b>971.804</b>	<b>852.886</b>	<b>978.958</b>	<b>831.809</b>	<b>630.659</b>
Costi di gestione					
- Costi per servizi	407.398	375.195	334.502	351.820	306.773
- Costi del personale	280.429	230.966	254.828	268.551	209.285
- Costi per godimento beni di terzi	49.500	43.543	56.680	68.016	31.975
- Altri costi	28.914	5.780	28.858	6.739	1.061.302
<b>Totale costi di gestione</b>	<b>766.241</b>	<b>655.484</b>	<b>674.868</b>	<b>695.126</b>	<b>1.609.335</b>
<b>EBITDA</b>	<b>205.563</b>	<b>197.402</b>	<b>304.090</b>	<b>136.683</b>	<b>-978.676</b>
Ammortamenti	-37.981	-44.046	-40.176	-38.854	0
<b>EBIT</b>	<b>167.582</b>	<b>153.356</b>	<b>263.914</b>	<b>97.829</b>	<b>-978.676</b>

Dai dati sopra esposti emerge il consistente calo di fatturato che si è registrato tra l'esercizio chiuso al 31.12.2015 e quello chiuso al 31.12.2016, dove la società passa da vendite per Euro 3 milioni a soli Euro 2,4 con una riduzione del 25% circa.

Stante l'evidenziarsi della crisi e la stretta creditizia da parte degli istituti di credito, l'organo di amministrazione nel corso del 2017 ha presentato la domanda per l'ammissione alla procedura di concordato preventivo dopo aver stipulato il contratto di affitto d'azienda e posto in liquidazione la società.

## 2 DEFINIZIONE DELLE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE

I metodi valutativi che la dottrina economico-aziendale mette a disposizione degli esperti per la misurazione del valore delle imprese sono molteplici.

A seconda delle grandezze che vengono prese in esame si è soliti dividere i metodi di valutazione in:

- patrimoniali;
- reddituali;
- misti;

- finanziari;
- empirici.

La scelta del criterio di valutazione idoneo dipenderà dal fine per cui la stima è formulata, la valutazione dovrà comunque prescindere da effetti contingenti di domanda e offerta ed in particolare deve ignorare le caratteristiche delle parti interessate alla negoziazione. L'obiettivo, infatti, è quello di individuare un valore generale dell'azienda che si contrappone al valore soggettivo, inteso come valore di un'azienda nella prospettiva dell'utilità della sua acquisizione da parte di un soggetto specifico.

Di seguito viene data una breve descrizione dei metodi più diffusi che comunque dovranno tenere in debita considerazione elementi quali il valore del collegamento funzionale che lega tra loro i vari componenti aziendali, la clientela, la diffusione sul mercato dei prodotti e la preparazione tecnica del personale.

## **2.1 Criteri generali di valutazione**

### **2.1.1 Metodo patrimoniale**

Secondo tale metodo, il valore dell'azienda è espresso come funzione del suo patrimonio netto e quindi detraendo il valore delle Passività da quello delle Attività a loro volta integrate e rettificate.

La differenza tra *Attivo rettificato* e *Passivo rettificato* determina il *Patrimonio netto rettificato*:

$$W = \text{Attivo rettificato} - \text{Passivo rettificato}$$

Anche gli eventuali beni immateriali in seno all'azienda, non evidenziati nel suo patrimonio, possono essere oggetto di valutazione.

I metodi patrimoniali, pertanto, si distinguono in semplici e complessi in relazione al fatto che, rispettivamente, considerino o meno i beni immateriali.

Gli *intangibles* possono essere valutati in modo motivato e documentato, dando luogo a vere e proprie "stime analitiche" nonché attraverso l'utilizzo di parametri o formule che si originano dall'osservazione pratica dei mercati; in quest'ultimo caso siamo di fronte a "valutazioni empiriche".

Le valutazioni empiriche, a differenza di quelle analitiche basate su dimostrazioni razionali, si ottengono attraverso l'applicazione di parametri e formule che traggono origine dall'osservazione del mercato. Proprio per questo motivo, hanno una valenza pratica solo in presenza di frequenti e omogenee transazioni.

Il metodo patrimoniale semplice considera solo i beni materiali e gli oneri a utilità

pluriennale risultanti dalla situazione contabile.

Tali aggregati devono essere esaminati in modo accurato al fine di poter determinare il “patrimonio netto rettificato”. Questo metodo può esprimersi attraverso la seguente formula:

$$W = Pn + (Rt - I)$$

dove:

**W** = valore dell'azienda;

**Pn** = patrimonio netto contabile;

**Rt** = rettifiche del patrimonio netto contabile;

**I** = effetto fiscale delle rettifiche.

Il patrimonio netto rettificato determinabile attraverso l'applicazione del metodo patrimoniale complesso può essere invece rappresentato dalla seguente formula:

$$W = Pn + (Rt - I) + B$$

dove:

**W** = valore dell'azienda;

**Pn** = patrimonio netto contabile;

**Rt** = rettifiche del patrimonio netto contabile;

**I** = effetto fiscale delle rettifiche;

**B** = valore dei beni immateriali.

Oltre agli effetti fiscali connessi alle rettifiche dei valori contabili dovuti alle rilevazioni di plusvalenze per l'adeguamento a valori correnti, si dovrebbero considerare, nel caso in cui il bilancio non le evidenziasse, anche le imposte differite dovute alle differenze “temporanee” esistenti tra disposizioni civilistiche e fiscali, in merito alla determinazione del reddito.

### **2.1.2 Metodi reddituali**

Il criterio informatore di tale metodo è espresso dal principio secondo cui il valore dell'azienda oggetto di trasferimento è determinato dalla sua capacità di produrre redditi. Il valore che si attribuisce all'azienda, pertanto, deve esprimere la capacità della stessa di raggiungere il suo scopo fondamentale, quello cioè di conseguire un flusso di redditi da destinare alla remunerazione dei fattori produttivi in essa impiegati, primo fra tutti il capitale proprio.

I metodi in questione si fondano sull'attualizzazione di un flusso di redditi annui

costanti ad un tasso corrente di capitalizzazione, che dovrebbe riflettere le attese di remunerazione dell'investitore, tenuto conto del livello normale di remunerazioni riconosciute dal mercato di capitali per investimenti similari per durata e grado di rischio.

Operativamente possono utilizzarsi le stime dei redditi futuri sia a durata illimitata, sia a durata limitata nel tempo; tuttavia, quando il periodo considerato è piuttosto esteso, i risultati ottenibili in entrambi i casi tendono a equivalere. Quando si utilizzano redditi futuri di durata illimitata il metodo reddituale si esprime attraverso la seguente formula:

$$W = R / i$$

dove:

**W** = valore dell'azienda;

**R** = reddito medio normalizzato;

**i** = tasso di capitalizzazione.

Si tratta in pratica della formula relativa alla determinazione di una rendita perpetua. Al contrario, quando i redditi si presumono di durata limitata, la formula relativa all'applicazione pratica della metodologia reddituale è costituita dal valore attuale di una rendita annua posticipata di durata definita in n anni:

$$W = R \times a_{n \cdot i}$$

dove:

**W** = valore dell'azienda;

**R** = reddito medio normalizzato;

**a<sub>n·i</sub>** = fattore di attualizzazione.

Il reddito "normale atteso" utilizzato deve essere depurato dei seguenti elementi:

- componenti reddituali straordinari;
- fluttuazioni anomale di mercato;
- ricalcolo delle imposte sul nuovo reddito determinato;

I maggiori limiti del metodo reddituale risiedono nell'incertezza e nella difficoltà di determinazione dei parametri presi a base del calcolo (reddito atteso e tasso di capitalizzazione) allineamento dei redditi per renderli omogenei nel tempo.

### **2.1.3 Metodi misti patrimoniali – reddituali**

Tale metodologia nasce dalle critiche mosse ai metodi di valutazione patrimoniali e reddituali dalla prassi professionale che ha, di conseguenza, sviluppato metodi di

valutazione misti. Il fine è stato quello di conciliare la maggiore obiettività della metodologia patrimoniale con la considerazione delle prospettive di reddito dell'azienda.

Con i metodi misti, nel determinare il valore del capitale economico si considera sia il valore del patrimonio netto rettificato sia la redditività aggiunta dell'impresa migliorando la logica e la razionalità delle valutazioni.

In pratica, si tende ad assumere come valore minimo del capitale economico, il valore del patrimonio netto rettificato.

A questo punto, dopo averne calcolato il rendimento, si procede a determinare l'eventuale *goodwill* (sovrareddito) da capitalizzare.

Naturalmente, quando la differenza tra il reddito atteso e il rendimento del patrimonio netto dovesse avere segno negativo, ci si troverebbe di fronte a un *badwill* (sottoreddito) che ridurrebbe il valore del patrimonio netto. I procedimenti misti possono esprimersi come:

- capitalizzazione limitata del profitto medio;
- capitalizzazione illimitata del profitto medio;
- capitalizzazione dei risultati netti di alcuni esercizi futuri.

La metodologia mista, nella prima fattispecie, è rappresentabile dall'uso della seguente formula:

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

dove:

**W** = valore dell'azienda;

**K** = capitale netto contabile rettificato;

**R** = reddito normalizzato;

**i''** = tasso di capitalizzazione;

**i'** = tasso di attualizzazione.

Applicando la metodologia mista attraverso la "capitalizzazione illimitata del profitto medio", il valore economico dell'azienda si ottiene dalla somma del patrimonio netto rettificato e del suo *goodwill* determinato come rendita perpetua, vale a dire supponendo che il sovrareddito si produca all'infinito.

Si avrebbe pertanto:

$$W = K + (R - iK)/i'$$

Il metodo misto con capitalizzazione del reddito di alcuni esercizi futuri è solitamente rappresentato dalla seguente formula:



$$W = K + [(R1 - i K1)V1 + (R2 - i K1)V2 + (Rn - i K1)Vn]$$

dove:

**W** = valore dell'azienda;

**K** = patrimonio netto rettificato;

**R1, R2, Rn** = valore normale del reddito atteso per gli esercizi da 1 a n;

**i** = tasso di remunerazione del capitale investito;

**K1** = patrimonio netto da remunerare;

**V1, V2, Vn** = fattore di attualizzazione.

#### 2.1.4 Metodi finanziari

Il valore dell'azienda, ai fini della cessione, è definito dal valore attuale dei flussi monetari futuri che attraverso di essa si possono produrre, calcolato a tasso tale da assicurare un'adeguata remunerazione alle risorse impiegate. Pertanto si avrà:

$$W = \sum Cft / (1+i)^n$$

dove

**Cft** = flussi di cassa al periodo t;

**n** = durata dell'attività;

**i** = tasso di attualizzazione che riflette il profilo di rischio dei flussi di cassa attesi.

La quantificazione delle variabili che compaiono nella formula è abbastanza difficoltosa. Si considerino, ad esempio, i problemi riscontrabili nell'ottenere informazioni sui dividendi distribuibili in futuro. A tale impostazione la dottrina e la prassi professionale hanno affiancato diverse alternative metodologiche di quantificazione dei flussi finanziari.

#### 2.1.5 Metodi empirici

Questa metodologia consiste nel determinare il valore della azienda confrontandola con altre simili.

Nella pratica, a seconda delle variabili su cui si basano, si distinguono diverse classi di criteri empirici: si parla, infatti, di multipli delle vendite di un certo periodo, di multipli dei profitti netti, di multipli per unità, di multipli degli utili o delle vendite maggiorati delle attività.

Il capitale economico aziendale non si ricava, perciò, applicando una formula, ma, ad esempio, osservando un certo (possibilmente cospicuo) numero di transazioni aventi per oggetto aziende analoghe ed accertando le condizioni medie rivenienti dal

mercato.

I punti di forza di tale sorta di valutazione (rapidità e semplicità) sono di fatto anche i suoi punti di debolezza. In dottrina si evidenzia, ad esempio, come la facilità con cui tale sorta di valutazione può essere realizzata possa avere determinazioni di valore che non prendono in considerazione variabili chiave, quali il rischio, la crescita o i flussi di cassa potenziali. Contestualmente, il fatto che i multipli riflettano l'umore del mercato implica che il valore stimato sulla base del multiplo risulti sovrastimato quando il mercato sta sopravvalutando le imprese comparabili, e viceversa.

## 2.2 Criterio di valutazione utilizzato nella stima

Sulla base dei principi esposti relativamente ai singoli criteri di valutazione, è evidente che nessun metodo può essere considerato fonte esclusiva. In funzione delle realtà che devono essere valutate si renderà opportuna l'applicazione di un metodo piuttosto che di un altro.

Nel caso, ad esempio, di una forte patrimonializzazione della società, i metodi patrimoniali potranno essere di grande aiuto per una stima attendibile. D'altra parte, allorché fossero disponibili serie storiche che non presentano forti oscillazioni, il metodo reddituale potrà dimostrarsi più idoneo a rappresentare l'effettivo valore economico della società.

Il sottoscritto Perito, tenuto conto della particolare situazione in cui si trova l'azienda oggetto di valutazione ha ritenuto opportuno utilizzare per la propria stima un metodo di valutazione misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento secondo il metodo di capitalizzazione limitata perché più rispondente alla realtà aziendale. Tale metodo è tra i più diffusi nella prassi professionale in quanto consente di riservare una certa importanza alla componente patrimoniale senza trascurare la redditività futura. Con tale metodo il valore dell'azienda può essere stimato con la seguente formula:

$$W = K + (R - K*i) a_{n|r}$$

dove:

**K** = valore patrimoniale rettificato, corrispondente nel caso di specie alla valutazione degli elementi patrimoniali;

**R** = reddito medio prospettico;

**i** = tasso di valutazione "normale";

**a-** = simbolo matematico-finanziario che indica il valore attuale di una rendita con durata definita;

$n$  = numero di anni di prevedibile durata dell'avviamento;

$i'$  = tasso di valutazione "finanziario";

e dove:

$(R - Ki) a_{n-i'}$  = il valore attribuibile all'avviamento, calcolato attualizzando il *surplus* di reddito futuro sulla base di un congruo tasso di valutazione. Il *surplus* di reddito (detto anche sovrareddito) è il profitto puro ovvero l'insieme delle condizioni immateriali che garantiscono all'azienda un rendimento (profitto) superiore a quello del settore (cioè del rendimento "normale").

### 2.3 Valutazione del patrimonio netto rettificato

La stima del patrimonio netto rettificato viene effettuata attraverso l'applicazione del metodo patrimoniale semplice.

I singoli beni componenti il patrimonio vengono aggregati nei seguenti gruppi omogenei:

- Immobile adibito a Magazzino il cui valore è stato oggetto di stima da parte del Geometra Pettorali il quale ha valutato il capannone industriale adibito a magazzino e i terreni annessi in **Euro 154.600,00** (cento cinquanta quattromila seicento) considerando l'immobile quale occupato (Doc.2 – Stima Immobile).
- Impianti di produzione elencati nell'inventario allegato al contratto di affitto di azienda (Allegato E Sub Doc. 1), costituiti prevalentemente da attrezzature e impianti di trasformazione per lo più obsoleti e risalenti agli anni precedenti il 2000. Stante lo stato d'uso e la vetustà si può attribuire un valore forfettario e arrotondato di **euro 50.000,00 (cinquanta mila)**, potendo attribuire tale valore sul presupposto di un'azienda in funzionamento, altrimenti il loro valore sarebbe pari allo zero in considerazione dei costi da sostenere per lo spostamento dei macchinari e l'installazione presso un'altra unità di produzione;
- arredi d'ufficio e attrezzature di laboratorio in parte elencati nell'inventario del fallimento e nel contratto di locazione dell'azienda costituiti da beni mobili e attrezzature di laboratorio ai quali si può attribuire un valore forfettario e arrotondato **di Euro 3.000,00 (tremila)**;
- rimanenze di magazzino materie prime, semilavorati e prodotti finiti. Riguardo i beni finiti e le materie prime depositate in magazzino e riportate nell'allegato "D" del contratto di locazione dell'azienda, nonché nel verbale di ricognizione dei beni sottoscritto dalla curatela, dall'affittuario e dal legale rappresentante della società alla data del 4 aprile 2018 riportante una valorizzazione di Euro 78.644,95 (Doc. 3 – Dettaglio di Magazzino al 4 aprile 2018), si precisa che nel corso della locazione

l'affittuaria ha acquistato dalla procedura fallimentare beni pari ad Euro -30.326,97. Ad oggi il magazzino è così composto (Doc.4 – Dettaglio di Magazzino al 21-3-2019):

Luogo	Quantità giac fin (kg) 21/03/19	Valore
<b>Bernate Con Ticino</b>	<b>31.926,72</b>	<b>34.166,07</b>
*	9.362,52	16.538,71
Smaltire	22.564,20	17.627,36
<b>Solofra (AV)</b>	<b>5.890,00</b>	<b>13.913,75</b>
da abbandonare	5.890,00	13.913,75
<b>Totale complessivo</b>	<b>37.816,72</b>	<b>48.079,82</b>

Secondo le informazioni ricevute, i beni depositati presso il comune di Solofra sono custoditi presso un piccolo magazzino che ha subito ingenti danni a causa degli eventi atmosferici; conseguentemente, ai fini della presente valutazione, non sono stati inclusi i predetti beni.

Riguardo le materie prime e i beni finiti presso lo stabilimento di Bernate Sul Ticino, il responsabile tecnico ha precisato che 22.564 kg sono costituiti da beni da smaltire, trattandosi di scarti di lavorazione e/o prodotti non più utilizzabili, mentre 9.362 Kg sono liquidi utilizzabili per la produzione e/o vendibili a terzi.

Il magazzino viene quindi stimato al costo per l'importo di Euro 16.538,71 (arrotondato ad Euro 16.539,00).

Riguardo i beni da smaltire, devono essere quantificati i relativi costi di smaltimento e di predisposizione delle analisi chimiche per l'identificazione dei prodotti inquinanti e per determinare le modalità di smaltimento degli olii, prevalentemente vegetali e sintetici solfonati e solfitati, i cui costi di campionamento e analisi si stimano in Euro 1.000,00 trattandosi di due gruppi omogenei di beni (Euro 200,00 per cinque campionamenti), mentre i costi di smaltimento si possono stimare in Euro 400,00 a tonnellata. In definitiva i costi da sostenere possono essere stimati in Euro 10.000,00 (Euro 400 \* 22,5 tonnellate = 9.025 + Euro 1.000,00 per le analisi – arrotondati ad Euro 10.000,00).

Tenuto conto che la valutazione del ramo d'azienda è relativa ad una società sottoposta a procedura concorsuale e che, conseguentemente, non ne comprende le passività, in conclusione, il valore del patrimonio netto rettificato è determinato come segue:

Beni immobili	Euro	154.600,00
Beni mobili e attrezzatura	Euro	50.000,00
Beni mobili e arredi	Euro	3.000,00
Beni in magazzino	Euro	16.538,00
Costi smaltimento olii	Euro	-10.000,00
<b>PN rettificato</b>	<b>Euro</b>	<b>214.138,00</b>

#### 2.4 Determinazione del reddito medio prospettico

Il reddito medio prospettico rappresenta il reddito che ragionevolmente ci si attende l'azienda possa conseguire in futuro, attraverso il normale svolgimento dell'attività.

La configurazione spesso adottata è quella di "reddito medio normale atteso", in riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione e tenuto conto di tutte le potenzialità presenti nell'azienda anche se non ancora espresse che tengano conto del know-how e della storia dell'azienda che è presente sul mercato dal 1992.

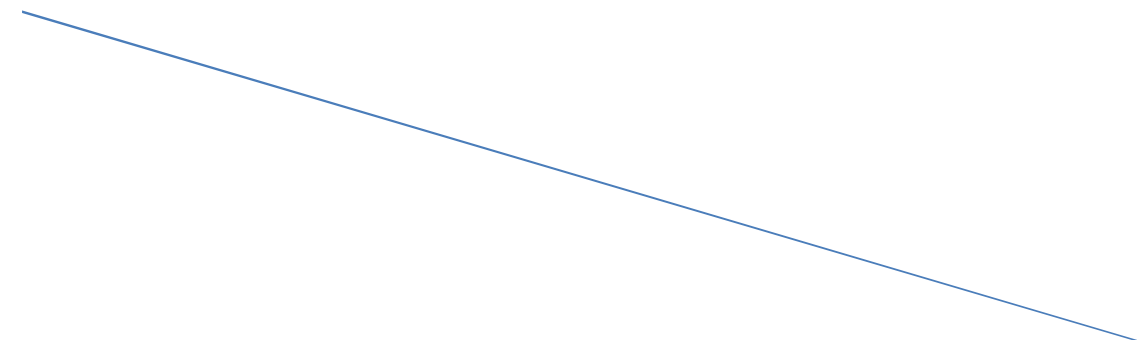
Il procedimento logico attraverso il quale si può procedere alla quantificazione di tale valore è costituito da una **prima analisi**, che riguarda la gestione passata, e da una **seconda analisi** relativa alle prospettive di gestione e determinazione di un reddito stimato.

Per quanto riguarda l'analisi della gestione passata, è stato considerato un periodo di 4 esercizi: in particolare, gli anni dal 2013 al 2016.

La scelta del periodo è stata dettata dalla necessità di esaminare un lasso temporale che rappresentasse la gestione dell'impresa in condizioni di quasi "normalità", pertanto l'anno 2017 non è stato tenuto in considerazione.

L'attività nell'esercizio 2017 è stata fortemente influenzata dalla crisi aziendale, dalle sopravvenienze passive subite in quell'anno, dalla cessazione dell'attività nel corso dell'anno e perché il bilancio è stato redatto con i criteri previsti per le società in liquidazione.

Sulla base dei bilanci d'esercizio su riportati è stato calcolato il valore medio per ciascuna posta dal 2013 al 2016 ed è stato confrontato con i risultati economici di gestione conseguiti dall'affittuaria nel 2018 (Doc. 5 - Situazione Economica affittuaria al 31-12-2018):



<b>Krabe Chemie Italia S.r.l. in liquidazione</b>		
<b>Conto Economico</b>	<b>Media 2013/2016</b>	<b>2018 Affittuaria</b>
<b>A) VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b>2.997.535</b>	<b>1.423.478</b>
1) Ricavi delle vendite e delle prestazioni	2.924.791	1.426.915
2) Var. rim. prod. in corso lav., semil. e p.f.	54.675	-3.643
3) Variazioni dei lavori in corso su ordinazione	0	0
4) Incrementi di immobilizzazioni	0	0
5) Altri ricavi e proventi	18.070	206
<b>B) COSTI DELLA PRODUZIONE</b>	<b>4.854.367</b>	<b>1.537.168</b>
6) Per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	2.063.144	931.871
7) Per servizi	367.229	210.360
8) Per godimento di beni di terzi	54.435	163.825
9) Per il personale	258.694	1.746
10) Ammortamenti e svalutazioni	40.264	0
11) Variazioni delle rimanenze m.p., suss., consumo e merci	25.527	-114.784
12) Accantonamenti per rischi	0	0
13) Altri accantonamenti	0	0
14) Oneri diversi di gestione	17.573	1.746
<b>MARGINE DI PRODUZIONE (A-B)</b>	<b>170.670</b>	<b>-113.690</b>
Risultato gestione finanziaria	-92.452	-10.378
Risultato gestione straordinaria	-662	-0
<b>Utile lordo prima delle imposte</b>	<b>77.557</b>	<b>-126.069</b>
Imposte	51.996	0
<b>Utile / perdita netta</b>	<b>25.561</b>	<b>-124.069</b>

Ai fini della comparabilità dei dati di bilancio riportati nella precedente tabella, si precisa che la situazione contabile dell'affittuaria non riporta ammortamenti perché utilizza i cespiti per effetto del contratto di affitto e i relativi costi sono ricompresi nel canone di locazione alla voce “godimento beni di terzi”.

Nella seguente tabella si espongono i conti economici su riportati “riclassificati” relativi agli anni oggetto di analisi al fine di poter effettuare le opportune valutazioni sui dati di bilancio “storici” e su quelli conseguiti dall'affittuaria nel 2018, calcolando altresì l'incidenza di ciascun costo sul valore della produzione.

<b><u>Krabe Chemie Italia srl in liquidazione</u></b>				
	<b>Media 2013 – 2016</b>	<b>%</b>	<b>2018 Affittuaria</b>	<b>%</b>
Vendite	2.924.791	98%	1.426.915	100%
Variazione rimanenze PF	54.675	2%	-3.643	0%
Altri ricavi	18.070	1%	206	0%
<b>Totale ricavi</b>	<b>2.997.535</b>	<b>100%</b>	<b>1.423.478</b>	<b>100%</b>
Costo del venduto (inclusa var. rim. MP)	2.088.671	70%	931.871	65%
<b>Margine di contribuzione</b>	<b>908.864</b>		<b>491.607</b>	
Costi di gestione				
- Costi per servizi	367.229	12%	210.360	15%
- Costi del personale	258.694	9%	229.367	16%
- Costi per godimento beni di terzi	54.435	2%	163.825	12%
- Altri costi	17.573	1%	1.746	0%
<b>Totale costi di gestione</b>	<b>697.930</b>		<b>605.298</b>	<b>43%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>210.935</b>	<b>7%</b>	<b>-113.690</b>	<b>-8%</b>
Ammortamenti	-40.264	1%	-0	0%
<b>EBIT</b>	<b>170.670</b>	<b>6%</b>	<b>-165.963</b>	<b>-13%</b>

Per quanto riguarda il **secondo livello di analisi**, tenuto conto che si tratta di una società fallita, è molto difficile prevedere le condizioni prospettiche di svolgimento della gestione e, soprattutto, quantificare eventuali azioni di recupero di efficienza e di redditività.

In una prima fase, è stato ritenuto opportuno adeguare i dati reddituali al fine di riparametrarli e renderli espressivi della effettiva dimensione che assumerà il ramo d'azienda oggetto di valutazione in base ai dipendenti assunti e tenendo conto del ridotto giro d'affari del 2017 e del 2018. Pertanto i dati di conto economico del periodo 2013-2016 devono essere rivisti e aggiornati a "valori correnti" sulla base di stime prospettiche e di dati attuali.

Quale base per l'elaborazione del conto economico prospettico si ritiene quindi di dover utilizzare quello realizzato dall'attuale affittuaria d'azienda, la Nuova Krabe Srl, che ha rilevato in affitto il ramo d'azienda della fallita prima dell'intervenuto fallimento.

Il conto economico dell'affittuaria deve necessariamente essere rettificato in considerazione delle economie che saranno realizzate e della diversa impostazione che potrà essere data alle fasi produttive.

## **2.5 Processo di normalizzazione del reddito**

Analizzati i componenti economici del risultato della gestione, gli stessi devono essere rettificati allo scopo di isolare il cosiddetto “reddito normale”, ossia quel risultato economico che l’azienda dovrebbe esprimere stabilmente nel tempo, con un orizzonte temporale ragionevole, per il tipo di impresa e per il settore di appartenenza, senza tener conto degli elementi reddituali di carattere straordinario (positivi o negativi) o finanziario, ovvero generati da mere politiche di bilancio, con l’obiettivo di pervenire a risultati considerati come ragionevolmente normali e destinati a perdurare nel tempo. Nella fattispecie, al fine di riuscire ad identificare il cosiddetto “reddito normale” atteso, i valori di conto economico sono stati “riproporzionati” sulla base del numero dei dipendenti che saranno oggetto di trasferimento (6 tra operai e impiegati) e di quelli che saranno impiegati per lo svolgimento dell’attività produttiva, e tenuto conto che la gestione amministrativa e commerciale sarà affidata a terzi, in modo tale da ri-esprimere i risultati economici del complesso produttivo. In particolare, è stata utilizzata la seguente metodologia:

- i ricavi sono stati arrotondati per eccesso all’importo di Euro 1.425.000,00, in quanto dalle informazioni acquisite si può stabilire che il giro d’affari conseguito nel 2018 possa essere riconfermato negli anni successivi;
- per il costo del venduto si conferma quello sostenuto dalla società affittuaria pari al 65% dei ricavi indicati, percentuale in linea con quella degli anni precedenti.
- per la determinazione del conto economico previsionale e per la riclassificazione del periodo 2013-2016 è stato utilizzato quale costo del lavoro dipendente lo stesso importo riportato nel bilancio di verifica della Nuova Krabe Srl in quanto quest’ultima ha gli stessi sei dipendenti trasferiti per effetto della locazione di azienda;
- per quanto riguarda il valore degli ammortamenti, si è assunto un valore costante pari ad Euro 40.000,00 in linea con quelli degli anni precedenti.
- quali acquisti dei servizi sono stati confermati i valori contenuti nel bilancio della società affittuaria in quanto ricomprendono le spese di manutenzione impianti pari ad euro 20.120,00 che nel settore chimico costituiscono una voce rilevante visto il necessario adeguamento delle schede elettroniche atte a garantire il funzionamento dei macchinari;
- per quanto riguarda il canone di locazione si è tenuto conto del canone di affitto in corso al valore di Euro 40.000,00 annuo nonché dei costi di leasing delle attrezzature, mentre è stato depurato il costo di godimento dei beni di terzi relativi ai canoni di locazione dell’affitto di azienda pari ad Euro 100 mila circa;



- ai costi per servizi non è stato aggiunto alcun importo in quanto il bilancio dell'affittuaria comprende già i costi di gestione per l'esternalizzazione dei servizi amministrativi e commerciali e per il compenso al direttore tecnico;
- l'incidenza dei costi di gestione residuale è stata stimata nella misura inferiore allo 0,5% in linea con i dati di bilancio dell'affittuaria e dei bilanci precedenti.

Le rettifiche di cui sopra hanno portato alla determinazione dell'EBITDA e dell'EBIT così come di seguito riportati.

	<b>Media 2013 -2016</b>	<b>Conto economico affittuaria</b>	<b>Conto economico previsionale</b>
Vendite	2.924.791	1.426.915	1.425.000
Variazione rimanenze PF	54.675	-3.643	0
Altri ricavi	18.070	206	0
<b>Totale ricavi</b>	<b>2.997.535</b>	<b>1.423.478</b>	<b>1.425.000</b>
Costo del venduto (inclusa var. rim. MP)	2.088.671	931.871	931.871
<b>Margine di contribuzione</b>	<b>908.864</b>	<b>491.607</b>	<b>493.129</b>
Costi di gestione			
- Costi per servizi	367.229	210.360	210.360
- Costi del personale	258.694	229.367	229.367
- Costi per godimento beni di terzi	54.435	163.825	54.809
- Altri costi	17.573	1.745	7.125
<b>Totale costi di gestione</b>	<b>697.930</b>	<b>605.298</b>	<b>553.025</b>
<b>EBITDA</b>	<b>210.935</b>	<b>-113.690</b>	<b>-8.351</b>
Ammortamenti	-40.264	-0	-40.000
<b>EBIT</b>	<b>170.670</b>	<b>-113.690</b>	<b>-48.351</b>

In definitiva il reddito normalizzato così ottenuto è negativo ed è spiegato dalla tipicità del tipo di attività svolta e dalla rigida struttura di costi dell'impresa. Infatti il costo del lavoro sul bilancio prospettico previsionale e su quello relativo all'attività del 2018 incide nella misura del 16% sull'ammontare dei ricavi, mentre tale incidenza dovrebbe essere notevolmente inferiore per consentire il conseguimento di risultati positivi.

Infatti dall'analisi comparata dei bilanci degli anni precedenti su riportati, si ricava che negli anni in cui la società presentava bilanci in utile il costo del lavoro aveva un incidenza non superiore al 8%.

Il tipo di produzione svolta non consente una riduzione del numero di addetti in quanto l'impiego della forza lavoro e le attività svolte sono le stesse sia che si producano quantitativi di materiale pari a quelli prodotti nel corso del 2018 che a quelli prodotti

negli anni in cui il volume del fatturato superava i 3 milioni di euro. Infatti un punto di pareggio si raggiunge con un volume d'affari non inferiore ad Euro pari ad Euro 2,6 milioni circa dove il costo del lavoro non incide in misura superiore al 10%.

Alla luce di quanto sopra l'attività presenta un badwill o avviamento negativo.

A questo punto il valore dell'azienda la cui formula si ripete di seguito:

$$W = K + (R - K*i) a_{n-1}$$

sarebbe dato dalla somma del capitale netto rettificato (quantificato in euro 214.138,00) decurtata del (badwill) reddito normalizzato di Euro **- 48.531** (sotto reddito).

## 2.6 Orizzonte temporale, determinazione del tasso di valutazione normale e del tasso di valutazione finanziario

L'orizzonte temporale di riferimento (n) rappresenta il periodo in cui si crede che il reddito medio normale atteso possa essere conseguito, ossia il tempo necessario per riallineare il livello di redditività specifico per l'impresa da valutare a quello normale del settore di appartenenza. Nel caso in oggetto si è deciso di assegnare ad (n) il valore di anni compreso tra tre e cinque anni e di calcolarne il valore medio.

Il tasso (i) (tasso di valutazione normale) esprime sia il rendimento puro sia il premio per il rischio. In particolare tale tasso è articolato in due componenti:

- **Rf**: tasso *risk free* ossia tasso netto di remunerazione di un investimento privo di rischio. Nella prassi tale tasso è stimato sulla base del rendimento dei titoli di Stato;
- **(Rm-Rf)**: premio per il rischio di mercato. Tale valore è commisurato al maggior rendimento atteso dall'investitore che impiega le proprie risorse in un'attività o in un investimento gravato da rischi. Esso è dato dalla differenza tra il tasso di rendimento degli investimenti azionari (Rm) e il tasso *risk free* (Rf) come sopra individuato. Nell'esperienza italiana il premio per il rischio di mercato è stimato mediamente al 4%.

In sintesi, il tasso di valutazione normale viene stimato come segue:

$$i = (Rf) + (Rm-Rf) * \beta$$

$$i = 2,185\% + 4\% * 1,04 = 6,345\%$$

Nel caso di specie, i valori delle sue componenti sono stati così ricavati:

**Rf**: il *risk free rate* è stato quantificato con riferimento al Rendistato 2018 che rappresenta il rendimento medio ponderato di un paniere di titoli pubblici utilizzando il rendimento per la fascia 3-4 anni ed è pari per il mese di dicembre 2018 al 2,185

(Doc.6 – Rendistato 2018);

(**Rm - Rf**): l'*equity risk premium* (premio per il rischio di mercato) è stato assunto pari al 4%;

**β**: il *beta* esprime, in misura sintetica, il rischio dell'impresa rispetto al mercato complessivamente considerato. È stato calcolato, assumendo il *beta unlevered* medio del settore in cui opera la società con riferimento al mercato Europeo, pari a 1,04 aggiornato al 2019 (Doc.7 – Tabella calcolo beta unlevered con riferimento al mercato Europeo).

Si rileva che viene in genere determinato il tasso (**i'**) di attualizzazione del profitto (sovrareddito), detto anche tasso di attualizzazione finanziario, il quale misura il rischio che il sovrareddito possa non ripetersi nel tempo. Nella prassi esistono differenti impostazioni riguardanti la sua determinazione, comunque la dottrina maggioritaria propende per la non ammissione di un tasso di attualizzazione del profitto inferiore al tasso di interesse normale del settore in cui l'azienda opera; al contrario il tasso di remunerazione del profitto deve essere superiore al tasso di remunerazione normale del capitale investito perché il rischio di ripetizione del sovrareddito è più elevato rispetto a quello relativo alla probabilità di persistenza della redditività aziendale. Nel caso specifico, si ritiene di considerare il tasso di attualizzazione (**i'**) pari a 9,5%.

### 3 IL VALORE DELL'AZIENDA

In considerazione di quanto esposto fino ad ora, applicando il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento, il valore di azienda risulterebbe pari a:

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

dove:

**K** = valore patrimoniale rettificato = **214.138**;

**R** = reddito medio prospettico = **- 48.531**;

**i** = tasso di valutazione "normale" = **6,345%**;

**a<sub>n</sub>** = simbolo matematico-finanziario che indica il valore attuale di una rendita con durata definita;

**n** = numero di anni di attualizzazione = **3 a 5**;

**i'** = tasso di valutazione "finanziario" = **9,5%**.

$$W = 214.138,00 + [- 48.531 - 214.138,00 * 6,345\%] a_{3-9,5\%}$$

$$W = 218.600 - 155.848,00 = 58.290$$

$$W = 218.600,00 + [-48.531,00 - 218.600,00 * 6,345\%] a_{5-9,5\%}$$

$$W = - 24.376,00$$

La media dei valori su determinati viene riportata nel prospetto che segue:

	<b>Badwill</b>	<b>p.n.r.</b>	<b>Valore</b>
<b>minimo</b>	<b>-154.848</b>	<b>214.138</b>	<b>58.290</b>
<b>MASSIMO</b>	<b>-238.514</b>	<b>214.138</b>	<b>-24.376</b>
<b>Valore Finale medio</b>	<b>-200.000</b>	<b>214.138</b>	<b>14.138</b>

Tenuto conto che allo stato non vi sono aspettative di flussi di reddito attesi, come emerge dal prospetto sopra riportato, il capitale netto contabile rettificato andrebbe quindi ridotto di una grandezza corrispondente al badwill [K - B] (avviamento negativo o sotto reddito).

Nella prassi aziendale tale valore trova un limite dato dal valore di liquidazione delle attività costituenti il capitale.

*“Infatti il limite inferiore del valore delle attività di un complesso aziendale funzionante è rappresentato dalla somma dei valori di liquidazione per stralcio delle singole attività. Con ciò si assume l'ipotesi che, in presenza e nella previsione di risultati negativi, la scelta più conveniente consista nella cessazione dell'attività e nell'alienazione dei vari beni che compongono il capitale, in tal caso si definisce una nuova misura di capitale netto, cioè il Capitale netto di liquidazione  $K_L$ .”*<sup>2</sup> Il badwill può essere pienamente considerato solo nei casi in cui per ragioni sociali e/o politiche non si possa interrompere l'attività aziendale ma la stessa debba proseguire.

Per quanto sopra esposto non si può tenere conto dei risultati prospettici negativi e si deve valutare il valore dell'azienda come capitale di liquidazione nella misura pari al patrimonio netto rettificato dato dalla somma dei cespiti attivi e quindi in Euro 214.138,00, arrotondato per difetto ad Euro 214.000,00.

#### 4 CONCLUSIONI

<sup>2</sup> Nuovo Trattato Sulla Valutazione delle Aziende – Luigi Guatri Mauro Bini – ed Egea

Alla luce di quanto esposto nella presente relazione, si riepilogano i risultati.

Con riferimento alla stima del ramo d'azienda della società fallita Krabe Chemie Italia Srl in liquidazione, il valore del ramo d'azienda in funzionamento è stato determinato in Euro 214.000,00 (duecento quattordici mila).

Ciò è quanto il sottoscritto riferisce in esecuzione dell'incarico ricevuto e resta a disposizione per ogni eventuale chiarimento e/o integrazione si rendesse necessaria. La presente relazione si compone di n.28 pagine e n.8 allegati.

Milano, 26 marzo 2019

Dott. Antonio Zito

**Allegati**

Doc. 1 – Contratto di Affitto D'Azienda

Doc.1-a – Contratto di locazione immobiliare

Doc. 2 – Perizia di stima Immobile;

Doc. 3 – Dettaglio magazzino al 4-4-2018;

Doc. 4 – Dettaglio magazzino al 21-3-2019

Doc. 5 – Conto economico 2018 – Nuova Krabe srl;

Doc. 6 – Rendistato 2018;

Doc. 7 – Tabella calcolo beta unlevered con riferimento al mercato Europeo;

Doc. 8 – Tabella calcolo avviamento.

Doc. 9 – Elenco Beni