

A SUPPORTO DELLA LEZIONE DEL 19 MARZO 2013

**CASO DI VALUTAZIONE DI UNA
PARTECIPAZIONE TOTALITARIA IN UNA
IMPRESA INDUSTRIALE, CON
INSUFFICIENTE REDDITIVITÀ PER UNA
CONGRUA REMUNERAZIONE DEL
CAPITALE INVESTITO**

Fonte: Giorgio Pellati - Luigi Rinaldi, Il Sole 24 Ore - Milano 2008

La valutazione di una partecipazione che non remunera congruamente il capitale investito, con il metodo misto Uec. La rivalutazione controllata dei cespiti

1	Premessa
2	La società oggetto di valutazione
3	I criteri di valutazione adottati
4	Lo stato patrimoniale alla data di riferimento della valutazione
5	La valutazione del patrimonio sociale con il metodo patrimoniale semplice
6	La determinazione del reddito medio normale atteso R
7	La determinazione autonoma del valore dell'avviamento
8	La rivalutazione controllata dei cespiti
9	La nuova valutazione del sovrareddito
10	Il capitale accessorio
11	Conclusioni: il valore delle partecipazioni alla data dell'1.1.2003

1 Premessa

I sottoscritti [...] hanno ricevuto dalla società HY S.p.a. l'incarico di procedere alla valutazione peritale volontaria delle quote rappresentanti il 100% del capitale sociale, alla data del 1° gennaio 2003, con la finalità di stabilire il valore economico ragionevolmente attribuibile, che costituisce la base di computo per la corretta determinazione del prezzo di acquisto.

Gli scriventi ritengono opportuno precisare di aver eseguito la valutazione dei beni sociali alla data del 1° gennaio 2003 dopo aver compiuto i rilievi, assunte le informazioni ritenute opportune e dopo aver inoltre eseguito il controllo dei dati contabili per la compilazione della situazione patrimoniale alla data medesima. Sono state organizzate una serie di riunioni con la segreteria amministrativa della società al fine di approfondire gli aspetti peculiari delle procedure amministrative, di controllo e di pianificazione in essere sino alla data del 1° gennaio 2003, oltre all'effettiva "consistenza" del patrimonio immobiliare, impiantistico e più generalmente mobiliare della società alla data medesima.

Sono state messe a punto le richieste documentali, le metodologie di verifica e di controllo, nonché le collaborazioni di cui i sottoscritti periti si sarebbero avvalsi.

Per quanto riguarda specificamente la valutazione delle immobilizzazioni tecniche costituite da impianti generici, impianti specifici, attrezzature d'officina, di stabilimento, di laboratorio, d'ufficio tecnico, mobilio e arredato area commerciale, stampi e modelli, macchine elettroniche e autoveicoli sono stati utilizzati i valori emergenti dalla stima aggiornata al 30 giugno 2002 predisposta dalla società [...].

Sono state quindi eseguite, a campione, adeguate verifiche aventi per oggetto la documentazione amministrativo/contabile e l'effettiva esistenza e consistenza dei beni sociali.

Sono state, inoltre, assunte informazioni in merito all'eventuale esistenza di cause contrattuali, di lavoro, nonché di accertamenti fiscali in corso, al fine di sincerarsi dell'insussistenza di eventuali passività potenziali non riflesse nella situazione patrimoniale di riferimento. In ultima analisi, sono state poi considerate anche le informazioni di carattere generale assunte con riferimento ai prodotti e ai mercati nell'ambito dei quali opera la società.

2 La società oggetto di valutazione

Cronistoria e dati identificativi

A partire dagli anni compresi fra il 1954 e il 1957 il signor [...] fondatore della società, cominciò a implementare le sue conoscenze idrauliche nel campo delle macchine agricole.

Nel 1958 fu costituita la società [...], con la quale ebbe inizio la produzione di massa di pompe meccaniche, valvole al controllo direzionale di cilindri idraulici.

Negli anni successivi furono realizzate notevoli innovazioni di prodotto, che riscontrarono subito un ottimo successo sul mercato.

Nel 1963 la società cambiò denominazione in [...] e fu notevolmente ampliato il bacino di utenza dei prodotti, anche al di fuori dei confini nazionali.

Nei primissimi anni ottanta furono istituite due Branch in [...] e in [...]. Negli anni successivi i prodotti furono omologati e certificati da parte dei massimi produttori di trattori operanti sul mercato internazionale. Nel 1988 la società cominciò a utilizzare il sistema [...].

Nel 1994 la società entrò a far parte del gruppo "HY".

Nel 1995 le venne rilasciata la certificazione Uni Iso 9001 e fu cambiata la denominazione sociale in [...].

I prodotti commercializzati e la struttura commerciale

La società fa parte del gruppo HY, il quale, da oltre 40 anni, fornisce soluzioni innovative per trasmissioni e comandi idraulici. I sistemi da essa implementati vengono utilizzati soprattutto nel campo della meccanizzazione agricola.

HY ha sempre saputo cogliere le esigenze e le trasformazioni del mercato, fornendo le soluzioni oleodinamiche più avanzate per tutti i settori industriali. La dinamica struttura di progettazione, produzione e vendita

ha reso la società capace di proporsi come partner tecnico del cliente, fin dalle prime fasi della progettazione delle macchine.

Il gruppo impiega attualmente oltre 1.000 addetti, altamente specializzati in soluzioni idrauliche, sia per il settore delle macchine sia per quelle delle applicazioni industriali.

La società offre una vastissima gamma di componenti idrauliche, tra cui:

1. distributori componibili, monoblocco e flangiabili;
2. valvole a cartuccia ad azionamento elettrico, elettrico-proporzionale, anti-deflagrante, idraulico, pneumatico, manuale;
3. blocchi modulari che permettono di realizzare circuiti idraulici complessi su specifiche richieste del cliente;
4. regolatori di portata;
5. valvole di sicurezza;
6. pompe oleodinamiche;
7. motori idraulici ad alta versatilità applicativa;
8. centraline oleodinamiche,
9. componenti elettroniche;

per:

- trattori;
- caricatori frontal;
- spanditori di fertilizzanti;
- rimorchi autocaricanti;
- argani.

In qualità di fornitore del produttore delle macchine agricole, la società offre componentistica idraulica che viene specificamente studiata per ogni singola tipologia di macchina e che, in un secondo tempo, viene messa a punto e personalizzata, in maniera estremamente accurata, per ogni specifica esigenza del cliente.

La fidelizzazione dei clienti avviene anche attraverso un'analisi *in loco* delle loro specifiche esigenze. Le richieste dei produttori, l'informazione relativa al luogo di utilizzo del macchinario e l'esperienza vengono tradotte in concrete proposte, costruite *ad hoc* per ogni richiesta.

L'insediamento industriale

Alla data di riferimento della presente perizia, l'attività industriale del gruppo è dislocata in numerosi siti europei, in Usa, Cina e Taiwan.

La HY in Italia svolge l'attività industriale presso la sua sede legale.

Il mercato e la strategia aziendale

La strategia del gruppo, di cui la società fa parte, è finalizzata al raggiun-

gimento di una posizione di leadership sul mercato internazionale nella realizzazione di sistemi idraulici per le macchine agricole, in particolare nell'offerta di soluzioni innovative volte alla soddisfazione di esigenze tecnicamente avanzate.

I fattori critici di successo sono:

1. "customer satisfaction", perseguita attraverso la personalizzazione dei prodotti, la cura dei servizi di spedizione e consegna, le favorevoli condizioni di pagamento, e la continua assistenza post-vendita;
2. realizzazione di relazioni di lungo periodo con i clienti;
3. alta qualità a prezzi competitivi;
4. sviluppo "profit oriented";
5. offerta di prodotti altamente specializzati, innovativi nella tecnologia e nel design;
6. efficienza di processo in continuo perfezionamento.

La società è presente in numerosi segmenti del mercato delle macchine agricole, e si assicura la leadership in svariate nicchie di mercato che afferiscono a prodotti altamente specializzati.

La struttura amministrativo-contabile, le scritture contabili e l'altra documentazione raccolta

La contabilità, tenuta dal proprio personale amministrativo a mezzo di sistemi elettrocontabili, debitamente controllata dal collegio sindacale, è apparsa ordinata e priva di irregolarità tali da pregiudicarne l'attendibilità. La parte relativa alla gestione del personale dipendente è invece affidata a uno studio professionale esterno.

La funzione contabile e amministrativa, pur essendo delegata ad alcuni impiegati della società, è comunque seguita anche da consulenti "esterni", che hanno eseguito periodici controlli e verifiche contabili e fiscali, nonché dal collegio sindacale, che ha adeguatamente posto in essere la propria attività di controllo. In particolare si evidenzia che la società è oggetto di revisione dalla [...].

Questo aspetto importante ha fatto sì che non ci si è di fatto soffermati sulle procedure contabili adottate dalla società e si sono dati per correttamente tenuti i libri contabili e sociali previsti per legge o regolamento.

In conclusione, l'insieme delle procedure amministrative e contabili in essere, oggi come alla data di riferimento della presente perizia, oltre al lavoro svolto dai consulenti e dal collegio sindacale negli esercizi presi in considerazione ai fini della valutazione di stima, garantiscono un elevato (e quindi adeguato) livello di attendibilità dei dati contabili utilizzati nel processo valutativo.

Sintesi dei principali dati patrimoniali ed economici degli ultimi esercizi

Attività

	1998	1999	2000	2001	2002 (bozza)
Imm. nette	4.715.085	5.127.020	6.341.261	5.700.972	5.853.692
Imm. immateriali	149.735	349.254	374.869	173.303	87.238
Imm. materiali	4.336.859	4.538.833	5.659.789	5.212.074	5.322.623
Imm. finanziarie	228.491	238.933	296.603	315.595	443.831
Att. circolante	13.825.637	13.419.839	17.050.783	20.214.171	22.283.007
Magazzino	4.630.596	4.351.987	6.186.225	6.874.920	6.231.662
Crediti	9.069.344	8.982.284	10.246.284	13.280.484	15.952.192
Attività finanziarie					
Disponib. liquide	125.697	85.588	618.274	58.767	99.153
Rateli e risonci	5.151	2.672	12.236	13.263	24.418
Totale	18.545.873	18.549.531	23.404.280	25.928.406	28.161.117

Passività e patrimonio netto

	1998	1999	2000	2001	2002 (bozza)
Netto	3.239.924	3.138.158	5.141.414	4.895.529	4.329.039
Capitale sociale	1.477.067	1.477.067	1.487.200	1.500.00	1.500.000
Riserva legale	295.413	295.413	295.413	297.440	297.440
Riserva da rivalutazio-	274.811	274.811	1.930.955	1.918.155	1.918.155
ne					
Altre riserve	1.098.882	1.203.074	1.250.611	1.557.305	1.598.232
Utili/perdite portati	a nuovo		(112.207)	(112.207)	(377.371)
Utili/perdita	93.751	(112.207)	289.442	(265.164)	(607.417)
Passività	15.305.950	15.411.373	18.262.866	21.032.877	23.832.078
Fondi rischi e oneri	292.031	263.160,3	211.227	215.973	18.504
Fondo Tfr	2.039.845	2.222.929	2.361.948	2.488.654	2.336.021
Debiti	12.927.002	12.843.247	15.603.174	18.235.860	21.435.820
Rateli e risonci	47.071	82.037	87.117	92.390	41.733
Totale	18.545.873	18.549.531	23.404.280	25.928.406	28.161.117

La valutazione di una partecipazione che non remunera congruamente il capitale investito

Conto economico

	1998	1999	2000	2001	2002 (bozza)
Valore della prod.	24.596.958	28.420.455	32.499.145	33.087.661	28.605.033
Costo della prod.	23.858.109	28.113.829	31.416.210	32.731.017	29.043.567
Proventi e oneri	315.606	(155.413)	(140.892)	(232.886)	(386.861)
finanziari					
Rettifiche di valore	(404)			(289)	
di attività finan.					
Proventi e oneri	(1.588)	127.076	68.790	(16.193)	14.359
straord.					
Utile ante imposte	598.110	278.289	1.011.033	107.276	(811.036)
Imposte d'esercizio	504.359	390.496	721.591	372.440	(203.619)
Utile/perdita d'esercizio	93.751	(112.207)	289.442	(265.164)	(607.417)

2.1 Finalità della valutazione

La presente relazione di stima ha come finalità quella di determinare il valore attribuibile alle quote sociali alla data del 1° gennaio 2003.

La valutazione è resa necessaria in quanto la quasi totalità delle azioni della società sono state oggetto di cessione in data 27 dicembre 2002. Il prezzo di cessione è stato fissato nella misura del valore contabile netto del patrimonio alla data del 31 dicembre 2001: il contratto di cessione prevede però che tale prezzo subirà un aggiustamento che rifletterà il valore della società al 31 dicembre 2002. Trattandosi di cessione intragrappo, è opportuno determinare il valore corrente della società al 31.12.2002.

In particolare, il costo o valore di acquisto delle quote di partecipazione al capitale sociale sarà quello, determinato al 1° gennaio 2003, corrispondente alla frazione del patrimonio netto ceduto, determinato sulla base della perizia in commento.

Appurati i motivi che rendono necessaria la stesura della presente perizia, si ritiene opportuno proseguire ora nella valutazione del patrimonio sociale, esponendo di seguito:

- i criteri di valutazione accolti;
- la descrizione dei beni e gli specifici criteri di valutazione adottati;
- il valore a ciascuno di essi attribuito e la "Situazione patrimoniale" al 1° gennaio 2003.

3 I criteri di valutazione adottati

La valutazione secondo il metodo "misto" patrimoniale-reddittuale con stima autonoma dell'avviamento

Il criterio di valutazione che la dottrina più accreditata ritiene maggiormente indicato per la determinazione del "capitale economico" delle azien-

de industriali risulta essere, generalmente, quello "misto" patrimoniale- reddituale con stima autonoma dell'avviamento.

Nella "valutazione" di società industriali come quella in oggetto, caratterizzate da una concreta ed efficiente struttura produttiva, tale metodologia offre infatti risultati apprezzabili ma, soprattutto, privi dei rilevanti "margini di discrezionalità" che gli altri metodi assegnano invece al perito stimatore.

Più in generale, nei casi in cui il valore assunto dal complesso aziendale valutato con criteri strettamente patrimoniali risulta inferiore rispetto a quello stimato invece con criteri reddituali, deriva che, molto probabilmente, il capitale economico (convenzionalmente definito W) differisce rispetto al valore patrimoniale K per effetto della presenza di un avviamento (ovvero di un avviamento negativo, il cosiddetto badwill). Tale differenza dai beni autonomamente valutati rispetto alla capitalizzazione della attività di produrre reddito riconosciuta al complesso aziendale. Il valore dell'azienda viene quindi spesso determinato (soprattutto nell'esperienza professionale italiana) sommando l'avviamento al valore patrimoniale "semplificato" e determinando il goodwill autonomamente, sulla base dell'attualizzazione dei sovraredditi, su un orizzonte temporale adeguato al settore e al tipo di azienda oggetto di stima.

Pertanto, nel caso in oggetto è stato utilizzato il metodo dell'Uec, dove la sigla indica l'Unione Europea degli Esperti Contabili Economici e Finanziari.

Il metodo sostiene che nella determinazione del capitale economico occorre partire dalla riespressione a valori correnti degli elementi patrimoniali pertinenti all'azienda da valutare. In particolare l'attenzione viene focalizzata sui capitali necessari e su quelli accessori, cioè quei valori correnti degli elementi patrimoniali non operativi o oggetto di valutazione autonoma. La valutazione analitico-patrimoniale sarà poi integrata dalla considerazione delle capacità reddituali prospettiche dell'azienda (attraverso la determinazione del "sovrareddito").

Il metodo patrimoniale semplice, che perviene alla determinazione del patrimonio netto rivalutato, costituisce quindi il punto di riferimento iniziale. Ai fini di tale valutazione è stata utilizzata una bozza del bilancio chiuso al 31.12.2002, non essendo lo stesso ancora stato approvato.

Secondo questo approccio, il capitale economico è determinato quale somma algebrica del patrimonio netto rivalutato e del valore di avviamento (positivo o negativo), quest'ultimo configurato attualizzando, per un periodo limitato o illimitato e a un tasso appropriato, il differenziale di redditività (sovra/sottoreddito) che l'azienda si stima potrà generare in futuro, rispetto a un livello giudicato normale. Nel caso in oggetto, data la storia della società (questo è il 44° esercizio), e il principio di continuazione

dell'attività confermato dai piani aziendali, si è assunto un orizzonte temporale illimitato attualizzando l'eventuale sovrareddito come precedentemente descritto a un determinato tasso di attualizzazione.

Secondo questa impostazione, il valore della partecipazione sarà espresso dalla seguente formula:

$$W = PNR + (RMNP - i'PNR) / i + CA$$

dove:

W = valore del capitale economico

PNR = patrimonio netto rivalutato

RMNP = reddito medio normalizzato prospettico

i' = tasso di redditività medio normale, riferibile sia al "settore", sia

alla specifica realtà dell'impresa oggetto d'indagine

i = tasso di attualizzazione del sovrareddito (perpetua)

CA = Capitale accessorio: valore corrente degli elementi patrimoniali non operativi oggetto di valutazione autonoma.

Come sopra motivato, la valutazione si svolgerà attraverso due distinte fasi:

a) una valutazione patrimoniale "analitica" con isolamento degli elementi relativi al capitale accessorio;

b) un'autonoma determinazione del valore del sovrareddito (avviamento).

Vanno quindi, innanzitutto, analiticamente individuate, descritte e valutate tutte le attività; analogamente, vanno individuate e dettagliatamente elencate tutte le passività, con le stime appropriate che le diverse poste esigono.

Il patrimonio netto rivalutato (PNR)

Il patrimonio netto rivalutato può essere inteso come l'ammontare delle risorse da investire per potersi disporre di un analogo complesso di condizioni produttive patrimoniali, nello stato e nel luogo in cui si trovano al momento della valutazione.

Infatti, il fine ultimo di questa operazione è quella di esprimere il valore corrente del patrimonio alla data di riferimento della valutazione e di quantificare il valore di sintesi "patrimonio netto rettificato".

A prescindere dalla metodologia che si utilizza per esprimere il capitale economico dell'impresa, l'apprezzamento della composizione qualitativa del patrimonio dell'azienda è un'attività imprescindibile nell'ambito del processo volto ad acquisire le informazioni necessarie per esprimere il capitale economico dell'impresa.

Si procederà con la valutazione dello stato patrimoniale redatto in ipotesi di funzionamento al 31.12.2002. Lo stato patrimoniale non è stato approvato dal consiglio di amministrazione della società ma rappresenta un'apprezzabile stima di quello che sarà presto approvato. Lo stesso è stato firmato dal legale rappresentante e dal presidente del collegio sindacale, che hanno così attestato l'ufficiabilità e la completezza degli elementi contabili ivi rappresentati definendo anche i fatti e gli eventi rilevati in contabilità che concorrono alla rappresentazione patrimoniale, posto che potrebbero sempre essere modificati sino all'approvazione definitiva in bilancio stesso.

La valutazione del patrimonio netto rettificato avverrà dunque sui seguenti principi:

1. inventariazione degli elementi patrimoniali, secondo estensione e modalità che differiscono per tipologia dei medesimi e valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il patrimonio;
2. evidenziazione degli elementi patrimoniali che non siano pertinenti all'attività d'impresa e valutazione separata dei medesimi attraverso la quale si giungerà alla quantificazione del capitale accessorio.

4 Lo stato patrimoniale alla data di riferimento della valutazione

Si riporta di seguito lo stato patrimoniale ottenuto dalla società al 31.12.2002. Come detto, lo stesso, al momento della valutazione, non è stato approvato dal consiglio di amministrazione della società ma rappresenta un'apprezzabile stima di quello che sarà presto presentato e approvato dall'assemblea dei Soci.

Stato Patrimoniale al 31.12.2002

Attività	
Imm. nette	
Imm. Immateriali	5.853.692
Imm. materiali	87.238
Imm. finanziarie	5.322.623
Att. circolante	443.831
Magazzino	22.283.007
Crediti	6.231.662
Attività finanziarie	15.952.192
Disponib. liquide	99.153
Ratei e risconti	24.418
Totale	28.161.117

Passività e patrimonio netto

Netto	4.329.039
Capitale sociale	1.500.000
Riserva legale	297.440
Riserva da rivalutazione	1.918.155
Altre riserve	1.598.232
Utili/perdite portati a nuovo	(377.371)
Utili/perdita	(607.417)
Passività	23.832.078
Fondi rischi e oneri	18.504
Fondo Tfr	2.336.021
Debiti	21.435.820
Ratei e risconti	41.733
Totale	28.161.117

5 La valutazione del patrimonio sociale con il metodo patrimoniale semplice

Espressione a valori correnti del patrimonio aziendale

Con riferimento al 31 dicembre 2002, data di chiusura del bilancio di esercizio, si procede ora alla revisione delle singole poste di bilancio e alla espressione delle stesse a valori correnti. Nell'analisi delle singole poste verranno evidenziati il valore iscritto a bilancio e la valutazione a valori correnti.

Per ogni posta di bilancio, così come analiticamente individuata nel bilancio chiuso al 31.12.2002, si è proceduto mettendo in evidenza il valore contabile (al netto degli eventuali fondi di rettifica: fondi ammortamento, fondi svalutazione) e la valutazione a valori correnti.

Per ogni voce di bilancio sarà esplicitato il criterio operativo di valutazione. I temi valutativi considerati riguardano le componenti tipiche di una azienda industriale.

Dagli elementi patrimoniali strettamente necessari allo svolgimento della gestione aziendale sono stati estrapolati gli elementi patrimoniali non pertinenti allo svolgimento dell'attività operativa aziendale, poiché ritenuti non strumentali all'esercizio dell'azienda, insieme alle componenti soggette a valutazione autonoma. La valorizzazione di tali componenti, al netto dell'effetto fiscale, concorrerà separatamente alla formazione del valore del capitale economico.

Per le immobilizzazioni tecniche costituite da impianti generici, impianti specifici, attrezzatura d'ufficio, di stabilimento, di laboratorio, d'ufficio tecnico, mobili e arredo area commerciale, stampi e modelli, macchine elettriche e autoveicoli sono stati utilizzati i valori emergenti dalla stima aggiornata al 30 giugno 2002 predisposta dalla società [...]. In particolare il valore

corrente di ciascun cespite è rappresentato dalla spesa necessaria per l'ingrate costruzione a nuovo di tutti i fabbricati e manufatti o la spesa necessaria per rimpiazzare a nuovo gli elementi descritti nelle immobilizzazioni materiali: a tale risultato è stato applicato un deprezzamento stabilito in relazione al grado di vetustà, stato di conservazione, uso e obsolescenza tecnica.

Per i soli terreni è stato utilizzato il valore emergente dal contratto preliminare di vendita stipulato dalla società.

I sottoscritti periti, a seguito di espressa interrogazione, hanno avuto formale assicurazione che tutte le attività e le passività sotto evidenziate sono di pertinenza della società e che non esistono altre attività e/o passività iscritte o iscrिवibili nella contabilità sociale.

Attività

B Immobilizzazioni

B.1. Immobilizzazioni Immateriali

Immobilizzazioni immateriali netite rettificate	euro 87.238
Software	
Valore "netto" contabile	euro 87.238
Valutazione corrente	euro 87.238

I costi residui da ammortizzare si riferiscono al costo di procedure contabili gestionali e software. Tale voce viene ammortizzata dall'azienda con una percentuale pari al 20% del costo storico. Tutti i costi capitalizzati risultano possedere una utilità futura residua e, quindi, il valore netto contabile risulta essere congruo.

B.11. Immobilizzazioni materiali

Immobilizzazioni materiali netite rettificate

B.11.1) - Terreni	euro 19.416.008
Valore "netto" contabile	euro 422.986
Valutazione corrente	euro 475.140

Per il terreno iscritto tra le immobilizzazioni materiali, esiste un contratto preliminare di vendita al valore sopra riportato che risulta essere il valore corrente del terreno stesso. Si ritiene opportuno stornare questo valore dal PNR per farlo concorrere alla determinazione del Capitale accessorio (CA).

B.11.1) - Fabbricati

Valore "netto" contabile	euro 1.071.299
Valutazione corrente	euro 2.878.630

Il valore netto contabile comprende anche le infrastrutture e i costi di ristrutturazione nonché gli incrementi di valore degli immobili a seguito di

leggi di rivalutazione (fino al 1991). La quasi totalità della voce è costituita dai fabbricati nei quali si svolge l'attività aziendale e per i quali si è utilizzato un coefficiente di ammortamento pari al 3%.

B.11.2) - Impianti generici	euro 253.599
Valore "netto" contabile	euro 1.356.600
Valutazione corrente	

Tale voce di bilancio viene ammortizzata dall'azienda con una percentuale di ammortamento pari al 10%, che presuppone una vita utile di 10 anni. Considerato però lo stato dei beni e l'effettiva obsolescenza e la vita utile residua, la perizia effettuata nel giugno 2002 assegna a tali beni un valore ben superiore a quello netto contabile.

B.11.2) e B.11.3) - Macchinari Attrezzature Arredamenti

- Macchinari automatici	euro 2.090.416
- Macchinari non automatici	euro 98.538
- Attrezzature d'officina	euro 817.318
- Mobili e macchine uff. & stabilimento	euro 8.571
- Mobili altr. magazzino & officina	euro 14.599
- Veicoli per trasporti interni	euro 97.675
Valore "netto" contabile	euro 3.127.183
Valutazione corrente	euro 14.348.022

I macchinari automatici sono ammortizzati con un coefficiente pari al 15,5%, ed è a essi attribuita una vita utile pari a 6,45 anni.

Ai macchinari non automatici è stata invece attribuita una vita utile pari a 10 anni (coefficiente di ammortamento 10%).

Le attrezzature di officina sono ammortizzate con un coefficiente pari al 25%, i mobili con un coefficiente pari al 12%, mentre per i veicoli per trasporti interni è stato utilizzato un coefficiente pari al 20%.

Risulta chiaro che i coefficienti utilizzati (ammessi dalla normativa fiscale) sono superiori alla vita utile economica dei cespiti.

Il maggior valore - rilevante - della valutazione corrente si spiega anche per il numero di cespiti che, nonostante abbiano esaurito il processo normale di ammortamento, contribuiscono ancora alla produzione aziendale.

Nella perizia effettuata nel giugno 2002 non sono disponibili i dati relativi a ogni singolo cespite, ma solo il valore aggregato delle singole voci qui sopra elencate, cui è stata attribuita la generica dizione "Macchinari, Attrezzature e Arredamenti", e la cui valutazione corrente risulta essere pari a euro 13.378.022 contro un valore contabile di euro 3.127.823.

La valutazione corrente tiene conto anche di alcuni cespiti particolari (non riportati nell'elenco), quali gli stampi, per un valore di euro 970.000. Attribuendo dei pesi a ogni singola voce, questi dati saranno successivamente utilizzati per rideterminare gli ammortamenti ordinari al fine

della normalizzazione dei componenti reddituali (si veda oltre, al paragrafo relativo alla normalizzazione del reddito).

B.II.4) - Sistema informativo
 Valore "netto" contabile euro 380.826
 Valutazione corrente euro 290.886

Il coefficiente di ammortamento di questi beni è pari al 20% (massimo fiscalmente ammesso). La vita utile risulta però inferiore rispetto a quello utilizzato e l'effetto si riflette nella valutazione corrente dei beni che risulta inferiore a quello contabile.

B.II.4) - Automezzi
 Valore "netto" contabile euro 25.584
 Valutazione corrente euro 25.584

Questa voce di bilancio viene ammortizzata dall'azienda con una percentuale di ammortamento pari al 25%, presupponendo una vita utile dell'immobilizzazione pari a 4 anni.

Dalla indagine svolta "in loco" si ritiene che il valore attribuito a tali cespiti sia congruo.

B.II.5) - Immobilizzazioni in corso
 Valore "netto" contabile euro 41.146
 Valutazione corrente euro 41.146

La valutazione del valore al 31 dicembre 2002 è da ritenersi congrua.

B.III. Immobilizzazioni finanziarie

Immobilizzazioni finanziarie nette rettificate

B.III.1) - Partecipazioni euro 443.831
 Valore "netto" contabile
 Valutazione corrente euro 356.522
 euro 356.522

Le partecipazioni in società collegate che costituiscono immobilizzazioni sono valutate secondo il metodo del patrimonio netto risultante dall'ultimo bilancio approvato da parte delle imprese stesse.

La partecipazione nell'impresa collegata [...] per euro 356.036 rappresenta quasi interamente questa posta dell'attivo della società.

Tale partecipazione è ritenuta strategica in quanto è un fornitore importante per la società: la [...] produce infatti ingranaggi che vengono utilizzati nella produzione delle pompe. Questa considerazione, insieme al fatto che la partecipazione è valutata secondo il metodo del patrimonio netto, fanno ritenere che il valore riportato in bilancio possa ritenersi congruo.

La valutazione di una partecipazione che non remunera congruamente il capitale investito

B.III.2) - Crediti
 Valore "netto" contabile euro 87.309
 Valutazione corrente euro 87.309

Tale voce comprende il credito maturato nei confronti dello Stato per imposta sul Tfr correttamente riallocato in questa voce. Il valore iscritto a bilancio è da ritenersi congruo.

C Attivo circolante

C.I. Rimanenze
Rimanenze nette rettificcate
 Valore "netto" contabile euro 6.231.662
 Valutazione corrente euro 6.231.662

La voce comprende la valorizzazione delle giacenze di materie prime, sussidiarie e di consumo, dei prodotti in corso di lavorazione e semilavorati di prodotti finiti e merci, come da inventario fisico. L'elenco analitico delle giacenze con relativa valutazione non viene allegato alla perizia in quanto trattasi di parecchie migliaia di pagine. Lo stesso rimane a disposizione presso l'azienda.

Lo scarico di materiali per centro di costo e lo scarico di movimentazione avviene con valorizzazione a costo medio ponderato, con riferimento all'intera vita dell'articolo.

Su questo punto si deve evidenziare che la casa madre impone una svalutazione delle merci e dei prodotti finiti, il cui effetto si aggiunge alla valutazione delle rimanenze secondo il metodo del costo medio ponderato. Il risultato correlato è una sottostima del valore delle rimanenze iscritte, che, secondo il management della società, è quantificabile, attualmente, in circa euro 800.000. L'effetto globale di tale politica sarà analizzato nella parte dedicata alla normalizzazione del reddito. Ai fini della valutazione del PNR, a fini prudenziali il maggior valore latente non viene considerato in aumento del PNR.

C.II. Crediti

Crediti rettificati
C.II.1) - Crediti esigibili entro l'esercizio successivo euro 15.952.192
 Valore "netto" contabile euro 15.641.209
 Valutazione corrente euro 15.641.209

I crediti sono esposti al loro presunto valore di realizzo mediante l'iscrizione di fondi svalutazione crediti iscritti e gestiti ai sensi dell'art. 71 e 71, comma 6, D.P.R. 917/1986. Inoltre, dai colloqui intercorsi con il management della società è emerso che, in base alle direttive che la capogruppo impartisce, la società accantona un fondo rischi su crediti che eccede l'ali-

quota fiscale del 5% sui crediti stessi, con l'ovvia esclusione dei crediti infragruppo.

Si è discusso di questo punto e, previa analisi dei criteri utilizzati dalla società per la determinazione del fondo svalutazione crediti, si ritiene che, in via prudenziale, il valore netto contabile sia da ritenersi congruo.

C.II.2) - Crediti esigibili oltre l'esercizio successivo

Valore "netto" contabile euro 310.983
Valutazione corrente euro 310.983

Si tratta essenzialmente di crediti relativi a imposte anticipate (euro 308.327) che si ritiene essere congrue.

C.IV. Disponibilità liquide

Valore "netto" contabile euro 99.153
Valutazione corrente euro 99.153

Il valore è considerato congruo.

D. Ratei e risconti attivi

D.2) Risconti attivi

Valore "netto" contabile euro 24.418
Valutazione corrente euro 24.418

Il valore è da considerarsi congruo.

Passività

B. Fondo per rischi e oneri

Valore "netto" contabile euro 18.504
Valutazione corrente euro 18.504

Tale fondo comprende l'indennità suppletiva alla clientela.

Il valore si giudica congruo.

C. Tfr

C. Trattamento fine rapporto di lavoro subordinato

Valore "netto" contabile euro 2.336.021
Valutazione corrente euro 2.336.021

L'accantonamento corrisponde all'importo integrale delle competenze maturate a favore dei dipendenti in virtù delle norme e dei contratti collettivi vigenti. Si precisa che il Tfr risulta esposto al netto degli anticipi.

Sulla base dei controlli effettuati si ritiene di potere utilizzare il dato contabile rilevato a bilancio il 31 dicembre 2002. La valutazione viene pertanto effettuata al valore nominale.

D. Debiti

D.1. Debiti esigibili entro l'esercizio successivo

Valore "netto" contabile euro 21.384.331
Valutazione corrente euro 21.384.331

I debiti verso fornitori (euro 6.550.096) e banche (euro 6.445.537) sono stati valutati al valore nominale e il dettaglio è disponibile presso l'azienda. In questa voce sono compresi anche debiti verso società del Gruppo per un ammontare pari a euro 6.778.194. E' stata verificata l'adeguatezza del tasso di interesse su questi finanziamenti che risulta essere sostanzialmente compreso tra il 4 e il 4,5%. Tenuto conto dello scopo del presente documento, si ritiene di potere mantenere la valutazione contabile del corrente mutuo. Con le precisazioni di cui sopra, si ritiene di potere utilizzare il dato contabile così come risulta al 31 Dicembre 2002.

D.2. Debiti esigibili oltre l'esercizio successivo

Valore "netto" contabile euro 51.489
Valutazione corrente euro 51.489

Si tratta un debito per fattura da ricevere di fornitori.

Si ritiene di poter utilizzare il dato contabile quale valore corrente.

E. Ratei e risconti passivi

E. Ratei e risconti passivi

Valore "netto" contabile euro 41.733
Valutazione corrente euro 41.733

Si ritiene di potere utilizzare il dato contabile quale valore corrente.

Il patrimonio netto rivalutato risulterà dalla somma delle attività e delle passività analiticamente rivalutate. Di seguito vengono riepilogate le valutazioni attribuite alle attività e passività.

Attività	
Imm. nette	19.947.077
Imm. immateriali	87.238
Imm. materiali	18.940.868*
Imm. finanziarie	443.831
Att. circolante	22.283.007
Magazzino	6.231.662
Crediti	15.952.192
Attività finanziarie	443.831
Disponib. liquide	99.153
Ratei e risconti	24.418
Totale	41.779.362

Passività e patrimonio netto rivalutato

Passività	23.832.078
Fondi rischi e oneri	18.504
Fondo Tfr	2.336.021
Debiti	21.435.820
Rateri e risconti	41.733
PNR	17.947.284

* Il valore non considera i capitali accessori (terreni).

Pertanto, alla luce delle rettifiche effettuate sulle voci patrimoniali il valore del patrimonio netto rivalutato è pari a euro 17.947.284. Si ricorda che il patrimonio netto contabile è invece pari a euro 4.329.039.

6 La determinazione del reddito medio normale atteso R

Al fine della determinazione del reddito medio sostenibile, si è fatto riferimento ai redditi attesi per i periodi relativi agli esercizi n , $n+1$, $n+2$, pari ai redditi netti normalizzati relativi al medesimo periodo.

La normalizzazione dei risultati è un processo articolato, avente quale obiettivo la rettificazione di valore, l'eliminazione o l'imputazione di componenti la cui presenza o assenza distorce la più attendibile o la più probabile misura del reddito stesso.

I redditi netti normalizzati relativi a tali periodi sono stati determinati sulla base dei risultati d'esercizio stimati nel business plan predisposto dalla direzione, opportunamente normalizzati al fine di eliminare gli elementi straordinari e non ripetibili e di ripristinare la coerenza con le rettifiche patrimoniali effettuate, secondo quanto precedentemente descritto e con i valori reddituali relativi al capitale accessorio.

Nella valutazione di congruità dei dati previsionali è importante tenere conto del fatto che, nel corso degli ultimi due esercizi, la società ha modificato la struttura del sistema produttivo e della logistica, al fine di permettere al ciclo produttivo di adattare le esigenze specifiche del cliente alla realizzazione del prodotto e al fine di ridurre i costi di produzione e di stoccaggio. Dal 2000 è infatti in corso un processo di riordino che ha visto coinvolti il reparto acquisti, ordini e produzione. Inoltre dal 2000 è stata introdotta la figura del "controller".

In particolare l'attività dell'ufficio acquisti risulta ora essere coordinata con quella dell'ufficio clienti in modo da ridurre i tempi di consegna. L'insieme di questi cambiamenti è alla base delle considerazioni che portano la società a prevedere risultati positivi a partire dal 2003.

I risultati di esercizio stimati nel business plan n - $n+2$ sono stati normalizzati per tenere conto delle seguenti voci:

1. risultati straordinari e/o componenti positivi/negativi di reddito non ripetibili;

La valutazione di una partecipazione che non remunera congruamente il capitale investito

- componenti positivi/negativi di reddito connessi agli elementi patrimoniali non operativi o oggetto di valutazione autonoma;
- normalizzazione degli ammortamenti relativi alle immobilizzazioni materiali in uso, al fine di tenere conto del valore corrente degli stessi; il punto di massimo rilievo in tema di normalizzazione del reddito riguarda, infatti, l'eliminazione degli effetti delle politiche di bilancio, in particolare di natura fiscale, giudicati distortivi rispetto al fine della corretta misurazione dei risultati economici conseguiti. Tali rettifiche potranno dunque riguardare, per esempio, la capitalizzazione dei costi, le quote di ammortamento, la valorizzazione delle giacenze di magazzino o la costituzione di fondi rischi o di fondi oneri futuri;
- ricalcolo delle imposte di competenza. Questa operazione risulta essere una fase molto importante del processo di normalizzazione, in quanto occorre quantificare il costo per imposte sulla base del nuovo reddito risultante dalla normalizzazione.

Di seguito vengono analizzati e normalizzati i componenti positivi e negativi del reddito dell'azienda oggetto di valutazione, evidenziando le problematiche e le soluzioni operative adottate.

La analisi parte dai risultati previsionali sottoposti dalle società.

	Year 03 Budget	%	Year 04 Plan	%	Year 05 Plan	%
Net Turnover	30.599	100,00%	34.087	100,00%	35.962	100,00%
Delta %			11,4%	5,5%		
Purchase	15.055	49,20%	17.231	50,55%	18.164	50,51%
Stock increase (decrease)	(555)	(1,81%)	(177)	(0,52%)	0	0,00%
Provisions for risks on stock	153	0,50%	0	0,00%	0	0,00%
Third party processing	1.530	5,00%	1.807	5,30%	1.726	4,80%
Personnel costs	17.293	56,51%	19.215	56,37%	19.891	55,31%
Temporary	7.696	25,15%	8.001	23,47%	8.318	23,13%
Irap	17	0,06%	0	0,00%	0	0,00%
Depreciation	302	0,99%	340	1,00%	354	0,98%
Leasing	1.572	5,14%	2.116	6,21%	2.257	6,28%
Transport costs on purchase	30	0,10%	0	0,00%	0	0,00%
Provisions for risks on credits	77	0,25%	85	0,25%	90	0,25%
	46	0,15%	102	0,30%	108	0,30%
Gross profit	27.033	88,35%	29.860	87,60%	31.017	86,25%
	3.566	11,65%	4.228	12,40%	4.945	13,75%

(segue)

	Year 03 Budget	%	Year 04 Plan	%	Year 05 Plan	%
Operating costs						
Selling costs	793	2,59%	754	2,21%	799	2,22%
Other trading costs	244	0,80%	266	0,78%	281	0,78%
Manufacturing costs	893	2,92%	876	2,57%	874	2,43%
Administrative and general costs	1.032	3,37%	950	2,79%	900	2,50%
JDE Expenses	187	0,61%	200	0,59%	200	0,56%
	3.149	10,29%	3.046	8,94%	3.053	8,49%
	30.182	98,64%	32.906	96,53%	34.071	94,74%
Ebit	417	1,36%	1.182	3,47%	1.891	5,26%
Financial management						
Interest	(347)	(0,97%)	(308)	(0,90%)	(360)	(1,00%)
Financial costs	(88)	(0,29%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	(435)	(1,42%)	(308)	(0,90%)	(360)	(1,00%)
Ordinary gross profit	(18)	(0,06%)	873	2,56%	1.532	4,26%
Adjustment						
Adjustment	96	0,31%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	96	0,31%	0	0,00%	0	0,00%
Profit before tax	78	0,25%	873	2,56%	1.532	4,26%
Tax						
Irpeg	148	0,48%	425	1,25%	660	1,83%
Irap on personnel (calculation)	302	0,99%	340	1,00%	354	0,98%
Irap on personnel (ward off)	(302)	(0,99%)	(340)	(1,00%)	(354)	(0,98%)
Irap (others)	25	0,08%	69	0,20%	100	0,28%
	173	0,57%	494	1,45%	760	2,11%
Net profit	(95)	(0,31%)	380	1,11%	772	2,15%

Ricavi

Non si è proceduto a nessun tipo di aggiustamento su questa voce previsionale di ricavi per gli esercizi 2003, 2004 e 2005.

Costi

Provisions for risks on stock

Su questo punto si deve evidenziare che la casa madre impone una svalutazione alle merci e prodotti finiti da aggiungere al costo medio ponderato.

La valutazione di una partecipazione che non remunerata congruamente il capitale investito

rato. Questo fatto produce una sottovalutazione delle rimanenze iscritte: secondo il management della società l'effetto è stimabile, attualmente, in circa euro 800.000.

La successiva vendita di tali merci aumenta gradualmente i ricavi negli esercizi successivi, attraverso la variazione delle rimanenze.

Si è proceduto pertanto a depurare l'effetto dei maggiori accantonamenti operati dalla società per il 2003, 2004 e 2005. La variazione è evidenziata solo per l'anno 2003, in quanto l'effetto relativo negli anni seguenti non era stato calcolato a livello del calcolo revisionale fornito.

Depreciation

Come evidenziato nella parte relativa alle operazioni di rettifica del patrimonio netto, la politica degli ammortamenti della società incide pesantemente sul risultato reddituale.

La prassi amministrativa di imputare a conto economico gli ammortamenti delle immobilizzazioni immateriali e soprattutto materiali secondo le aliquote fiscalmente ammesse che normalmente non consentono una ripartizione del costo pluriennale in funzione della vita utile delle immobilizzazioni ha reso necessario rideterminare gli ammortamenti di competenza da inserire nel budget della società.

Pertanto gli ammortamenti anticipati, che rilevano solo ai fini fiscali, sono stati eliminati.

Gli ammortamenti ordinari sono stati rideterminati in funzione della vita economica utile residua: questo è stato fatto anche per quelle immobilizzazioni che hanno terminato il processo di ammortamento nei periodi amministrativi precedenti, ma che ancora contribuiscono alla produzione del reddito.

Dagli incontri avuti con i referenti aziendali sono emerse le informazioni che hanno permesso di rideterminare gli ammortamenti secondo il valore corrente. Il patrimonio netto rettificato così come individuato nel paragrafo precedente è stato utilizzato quale punto di partenza per le immobilizzazioni già esistenti al 31 dicembre 2002.

L'analisi considera anche il piano di investimento per il triennio 2003-2005.

Gli ammortamenti ricalcolati sui beni già iscritti nel libro cespiti della società al 31 dicembre 2002 sono evidenziati per gruppi di immobilizzazioni così come riportati sulla perizia al giugno 2002. In realtà la rettifica avrebbe dovuto essere effettuata sulla base di un ricalcolo analitico per singolo cespite; tuttavia, dato il volume dei libri cespiti della società, il lavoro sarebbe risultato eccessivamente oneroso e dispendioso. Si ritiene comunque che la determinazione qui allegata rappresenti in modo corretto il valore di calcolo degli ammortamenti sui valori correnti dei cespiti, in funzione dei piani e dei programmi gestionali dell'impresa.

Dalle tabelle di seguito esposte si può desumere che il nuovo valore degli ammortamenti da inserire nel conto economico normalizzato del triennio 2003-2005 è il seguente:

Per il 2003:

Ammortamenti sui beni esistenti euro 1.138.690
 Ammortamenti sugli investimenti euro 212.369
 Totale ammortamenti 2003 euro 1.351.059

Per il 2004:

Ammortamenti sui beni esistenti euro 1.138.690
 Ammortamenti sugli investimenti euro 435.052
 Totale ammortamenti 2004 euro 1.573.742

Per il 2005:

Ammortamenti sui beni esistenti euro 1.138.690
 Ammortamenti sugli investimenti euro 671.398
 Totale ammortamenti 2004 euro 1.810.088

Dettaglio ammortamenti su beni esistenti al 31 dicembre 2002						
	Costo storico	%	Amm.to imputato	Valore corrente	% stimata	Amm.to congruo
Dir. util. software	87.238	33%	61.431	87.238	33%	61.431
Fabbricati industriali ord.	1.061.928	3%	54.428	2.878.630	3%	86.359
Costruz. leggera ord.	9.371	10%	1.084	-	-	0
Impianti generici ord.	253.599	10%	36.299	1.356.600	8%	108.528
Macchin. non autom. ord.	98.535	10%	18.500	14.348.022	5%	717.401
Macchin. autom. ord.	2.090.416	15,50%	536.145			0
Att. varie e lab. ord.	817.387	25%	358.043			0
Macch. uff. stabili. ord.	8.571	12%	1.552			0
Mobili arr. offic. ord.	14.599	12%	3.439			0
Autoveic. trasp. inter. ord.	97.675	20%	37.801			0
Macch. uff. electron. ord.	380.826	20%	150.691	290.866	25%	150.691
Automezzi ord.	25.584	25%	14.280	25.584	25%	14.280
Beni strum. inf. 500 euro	-	100%	-	-	-	0
Totale	4.945.729		1.273.690	18.988.940		1.138.690

La valutazione di una partecipazione che non remunera congruamente il capitale investito

Dettaglio investimenti strategia 2003-2004-2005						
Periodo	2003	2004	2005			
Valore di bilancio (Forecast)	457.452	994.052	1.445.795			
Valore stimato PNR	212.369	435.157	671.398			
Valori di bilancio						
	Costo	%	Ammort.	%	Ammort.	%
Dir. util. software	147.000	33%	48.510	33%	48.510	33%
Fabbricati industriali ord.	1.282.700	3%	38.481	3%	38.481	3%
Costruz. leggera ord.	25.000	10%	1.000	4%	1.000	4%
Impianti generici ord.	83.900	10%	8.390	8%	6.712	8%
Macchin. non autom. ord.	1.172.500	10%	117.250	3%	35.175	3%
Macchin. autom. ord.	390.000	15,50%	4.650	4%	1.200	4%
Att. varie e lab. ord.	714.720	25%	178.680	4%	28.589	4%
Macch. uff. stabili. ord.	25.679	12%	3.081	10%	2.568	10%
Mobili arr. offic. ord.	8.831	12%	1.060	12%	1.060	12%
Macch. uff. electron. ord	159.500	20%	31.900	25%	39.875	25%
Automezzi ord.	25.000	25%	6.250	25%	6.250	25%
Autoveic. trasp. inter. ord.	16.000	20%	3.200	10%	1.600	10%
Beni strum. inf. 1 milione	13.500	100%	13.500	10%	1.350	10%
Totale	3.704.330		457.452		212.369	
Valori di bilancio						
	Costo	%	Ammort.	%	Ammort.	%
Dir. util. software	100.000	33%	33.000	33%	33.000	33%
Fabbricati industriali ord.	500.000	3%	15.000	3%	15.000	3%
Costruz. leggera ord.	32.972	10%	3.297	4%	1.319	4%
Impianti generici ord.	110.655	10%	11.066	8%	8.852	8%
Macchin. non autom. ord.	1.546.405	10%	154.641	3%	46.392	3%
Macchin. autom. ord.	39.567	15,50%	6.133	4%	1.563	4%
Att. varie e lab. ord.	942.641	25%	235.660	5%	47.132	5%
Macch. uff. stabili. ord.	33.868	12%	4.064	10%	3.367	10%
Mobili arr. offic. ord.	11.647	12%	1.398	12%	1.398	12%
Macch. uff. electron. ord.	210.364	20%	42.073	25%	52.591	25%
Autoveic. trasp. inter. ord.	32.972	25%	8.243	25%	8.243	25%
Beni Strum. Inf. 1 milione	21.102	20%	4.220	10%	2.110	10%
Totale	17.805	100%	17.805	10%	1.781	10%
Totale	3.600.000		536.600		222.797	
Valori di Bilancio						
	Costo	%	Ammort.	%	Ammort.	%
Dir. util. software	200.000	33%	66.000	33%	66.000	33%
Fabbricati industriali ord.	2.000.000	3%	60.000	3%	60.000	3%
Costruz. leggera ord.	21.982	10%	2.198	4%	879	4%
Impianti generici ord.	73.770	10%	7.377	8%	5.992	8%
Macchin. non autom. ord.	1.030.937	10%	103.094	3%	30.928	3%
Macchin. autom. ord.	26.378	15,50%	4.089	4%	1.055	4%
Att. varie e lab. ord.	628.427	25%	157.107	4%	25.137	4%
Macch. uff. stabili. ord.	22.579	12%	2.709	10%	2.258	10%
Mobili arr. offic. ord.	7.765	12%	932	12%	932	12%
Macch. uff. electron. ord	140.243	20%	28.049	25%	35.061	25%
Automezzi ord.	21.982	25%	5.495	25%	5.495	25%
Autoveic. trasp. inter. ord.	14.066	20%	2.814	10%	1.407	10%
Beni strum. inf. 1 milione	11.870	100%	11.870	10%	1.187	10%
Totale	4.200.000		451.733		236.241	

Provisions for risks on credits

Dai colloqui intercorsi con il management della società è emerso che, in base alle direttive che la capogruppo impartisce, la società accantona un fondo rischi su crediti che eccede l'aliquota fiscale del 5% sui crediti stessi, con l'ovvia esclusione dei crediti intragruppo.

Ciò determina un maggiore accantonamento di circa 60.000 euro per i periodi 2004 e 2005.

Per motivi prudenziali si ritiene comunque di non dovere apportare nessuna modifica ai valori riportati dalla società.

Selling costs

Tra questi costi vi sono anche i costi relativi alle commissioni pagate alle società del gruppo per la vendita dei prodotti. Dal momento che tali importi sono calcolati a valori di mercato e dovrebbero essere corrisposti indipendentemente dall'appartenenza al gruppo, non sono state effettuate modifiche su questa voce.

Other trading costs

Questa voce include anche costi relativi a *royalties* corrisposte al gruppo. Dato che tali importi sono stati calcolati a valori di mercato e dovrebbero essere corrisposti indipendentemente dall'appartenenza al gruppo, non sono state effettuate modifiche su questa voce.

Administrative and general costs

Questa voce comprende un ammontare di circa euro 80.000 l'anno di *Service fees* corrisposte alla casa madre. In via prudenziale si ritiene opportuno rettificare i risultati di periodo di questa voce.

I nuovi valori di questa voce da riportare sul conto economico rettificato sono pertanto i seguenti:

1. euro 952.000
2. euro 870.000
3. euro 820.000

Tax

Il budget è stato depurato dall'effetto fiscale. Il reddito medio normalizzato prospettico, ricalcolato come sopra specificato, è stato successivamente assoggettato alle imposte sul reddito, oggetto di specifica trattazione a seguito della definizione del reddito medio normalizzato *ante* imposte.

Il reddito normalizzato scaturisce dal reddito evidenziato nel business plan opportunamente rettificato e integrato a seguito delle analisi precedentemente esposte.

Ai risultati così definiti è stata applicata un'aliquota Irpeg pari al 34% e un'aliquota Irap pari al 4,25%.

L'imposizione fiscale effettivamente subita dall'azienda può ragionevolmente ritenersi minore di quella determinata sul reddito normalizzato atteso, pertanto per tenere in debita considerazione tale aspetto, forfetariamente verrà applicata un'imposta Irap esclusivamente sul costo del personale.

Il reddito medio normalizzato prospettico netto, determinato nella maniera sopra evidenziata, sarà successivamente impiegato nella formula indicata in premessa.

	Normalizzazione del reddito (valori in migliaia di euro)		
	n	n+1	n+2
Risultato di esercizio	- 95	380	772
Imposte dell'esercizio	475	834	1.114
Utile <i>ante</i> imposte	380	1.214	1.886
Normalizzazioni			
Storno provisions on risks	153	-	-
Storno ammortamenti civili/istici su immobilizzazioni materiali	1.572	2.116	2.257
Storno Amministrative and general costs	1.032	950	900
Rettifica Ammortamenti figurativi su immobilizz mat. rivalutati	- 1.351	- 1.574	- 1.810
Rettifica Administrative and general costs rettificati	- 952	- 870	- 820
Reddito <i>ante</i> imposte normalizzato	834	1.836	2.413
Imposte figurative su reddito normalizzato			
Irpeg	- 284	- 624	- 820
Irap	- 302	- 340	- 354
Totale imposte figurative	- 586	- 964	- 1.174
Reddito netto normalizzato	248	872	1.239
Media		786	

Risultati economici: utile "normalizzato"

Utile "normalizzato" 2003	euro 284.000
Utile "normalizzato" 2004	euro 872.000
Utile "normalizzato" 2005	euro 1.239.000

Pertanto, la media aritmetica semplice dell'utile "normalizzato" assume il valore di euro 786.000.

7 La determinazione autonoma del valore dell'avviamento

I periti, alla luce dei risultati sopra esposti, hanno proceduto quindi alla determinazione autonoma del valore dell'avviamento seguendo la formula

Illustrata nel relativo paragrafo (si è già visto come la determinazione dell'avviamento possa derivare dall'applicazione della formula di seguito esplicitata):

$$A = (Rmnp - iPNR) / i$$

dove:

PNR = patrimonio netto rivalutato

Rmnp = reddito medio normalizzato prospettico

i = tasso di redditività medio normale, riferibile sia al "settore", sia alla specifica realtà dell'impresa oggetto d'indagine

i = tasso di attualizzazione del sovrareddito.

Si è visto che il reddito medio normalizzato prospettico è pari a euro 786.000 mentre il PNR è stato determinato nella misura di euro 17.947.284. Ipotizzando un tasso medio di redditività del capitale investito pari al 7%, il valore i PNR verrebbe pari a euro 1.256.310.

Dall'applicazione di tali risultati alla formula si evince che la società non produce sovrareddito, bensì reca un valore, seppur minimo, di badwill pari alla differenza da capitalizzare fra:

$$\text{Badwill} = (786.000 - 1.256.310) = -470.310$$

Il badwill assume la connotazione di un generico fondo di rettifica del valore dell'investimento, quantificato a fronte di perdite specifiche e/o generiche sulla base di un orizzonte temporale estremamente limitato. La formula utilizzata in precedenza, anziché prevedere un orizzonte temporale illimitato (nel caso di sovrareddito) dovrà essere utilizzata considerando un orizzonte limitato entro il quale contenere il badwill. A questo punto però sorgono due problematiche:

1. la prima sorge a proposito della determinazione del tasso di attualizzazione " i ". Infatti, nel caso in cui si avesse un avviamento positivo, questo diminuirebbe al crescere di " i ", mentre nel caso di avviamento negativo si otterrebbe l'effetto opposto. Occorre quindi prestare grande attenzione nel determinare il corretto valore di " i ", per non correre il rischio di sopravvalutare l'azienda rispetto alle sue reali possibilità economiche;

2. il secondo problema riguarda la rivalutazione dei beni strumentali. In una situazione come questa, nella quale la formula utilizzata produce un badwill, viene a mancare il presupposto teorico per procedere a una rivalutazione dei cespiti. Non avrebbe molto senso infatti procedere a rettifiche rivalutative dei cespiti di aziende poco redditizie, facendo emergere elevate plusvalenze, dovendo poi correggere in diminuzione il PNR a mezzo del badwill.

Al secondo problema evidenziato cerca di ovviare il metodo della "rivalutazione controllata dei cespiti soggetti ad ammortamento" che prevede di "contenere" la rivalutazione dei beni ammortizzabili. Secondo questa impostazione, avendo riespresso a valori correnti gli elementi del capitale si deve verificare:

- se l'azienda sia in grado di sopportare le maggiori quote di ammortamento derivanti dalla rivalutazione;
- se l'azienda sia in grado di remunerare convenientemente i mezzi propri.

Si è visto che la rivalutazione degli elementi del capitale ai valori correnti ha determinato anche una nuova vita utile degli stessi e il risultato complessivo è stato quello, comunque, di abbassare le quote di ammortamento nel corso degli esercizi n , $n+1$ e $n+2$; pertanto si può dire che l'azienda sia in grado di sopportare le maggiori quote di ammortamento derivanti dalla rivalutazione.

Si ritiene invece che l'azienda non sia in grado di remunerare i mezzi propri così come risultano dalla rivalutazione a valori correnti.

Vista la difficoltà nella determinazione del corretto valore di " i " che rischierebbe di sopravvalutare l'azienda e nella definizione dell'arco temporale di attualizzazione del badwill, e data, inoltre, la considerazione che l'azienda non sembra in grado di remunerare convenientemente i mezzi propri, così come risultano dalla rivalutazione, si ritiene di dover accogliere solo parzialmente la rivalutazione operata in sede di espressione del PNR.

8 La rivalutazione controllata dei cespiti

Si è visto che, nel caso in oggetto, si presenta la necessità di una correzione di ritorno sui valori patrimoniali, così che si riduca in misura pari al badwill.

La correzione non può interessare, di regola, i valori monetari e le passività. La correzione del PNR dovrà essere orientata nel senso di ridurre le plusvalenze generate nel processo valutativo sui singoli beni.

Si ritiene che il processo di "rivalutazione controllata dei cespiti soggetti ad ammortamento" debba essere applicata, *in primis* alla voce B.II.2) e B.II.3) Macchine attrezzature e arredamenti, il cui valore rivalutato corrente è pari a euro 14.348.022 (il valore contabile era pari a euro 3.127.183).

Al fine di correggere i valori patrimoniali così che il PNR si riduca in misura pari al badwill, si riduce il valore di tali cespiti a euro 10.000.000. In questo modo il PNR assumerà un valore pari a euro 13.599.262, risultato cui si perviene sottraendo al valore precedentemente ottenuto di euro 17.947.284, il valore di euro 4.348.022, calcolato con il processo di "rivalutazione controllata dei cespiti soggetti ad ammortamento".

L'effetto di tale operazione ai fini della determinazione del Rmnp è riportata nelle seguenti tabelle.

Dettaglio ammortamenti su beni esistenti al 31 dicembre 2002						
	Costo storico	%	Amm.to imputato	Valore corrente	% rimanata	Amm.to congruo
Dir. util. software	87.238	33%	61.431	87.238	33%	61.431
Fabbricati industriali ord.	1.061.928	3%	54.426	2.878.630	3%	86.359
Costruz. leggere ord.	9.371	10%	1.084	-	-	0
Impianti generici ord.	253.599	10%	36.299	1.356.600	8%	108.528
Macchin. non autom. ord.	98.535	10%	18.500	10.000.000	5%	500.000
Macchin. autom. ord.	2.090.416	15,50%	536.145	-	-	0
Attr. varie e lab. ord.	817.387	25%	358.043	-	-	0
Macch. util. stabili ord.	8.571	12%	1.552	-	-	0
Mobili arr. offic. ord.	14.599	12%	3.439	-	-	0
Autoveic. trasp. inter. ord.	97.675	20%	37.801	-	-	0
Macch. util. elettr. ord.	380.828	20%	150.691	290.866	25%	150.691
Automezzi ord.	25.584	25%	14.280	25.584	25%	14.280
Beni strum. inl. 500 euro	-	100%	-	-	-	0
	4.945.729		1.273.690	14.638.918		921.289

	Normalizzazione del reddito (valori in migliaia di euro)		
	n	n+1	n+2
Risultato di esercizio	- 95	380	772
Imposte dell'esercizio	475	834	1.114
Utile ante imposte	380	1.214	1.866
Normalizzazioni	153	-	-
Storno Provisions on risks	1.572	2.116	2.257
Storno ammortamenti civilistici su immobilizzazioni materiali	1.032	950	900
Storno Administrative and general costs	- 1.133	- 1.356	- 1.592
Rettificata Ammortamenti figurativi su immobilizz mat. Rivalutati	- 952	- 870	- 820
Rettificata Administrative and general costs rettificati	1.052	2.054	2.631
Reddito ante imposte normalizzato	-	-	-
Imposte figurative su reddito normalizzato	- 358	- 698	- 895
Irpeg	- 302	- 340	- 354
Irap	- 660	- 1.038	- 1.249
Totale imposte figurative	-	-	-
Reddito netto normalizzato	392	1.016	1.382
Media	930		

9 La nuova valutazione del sovrareddito

Alla luce del processo di "rivalutazione controllata dei cespiti soggetti ad ammortamento" analizzato nei paragrafi precedenti, si attribuiscono ora i nuovi valori alla seguente formula:

$$(Rmnp - iPNR)$$

dove:

$$PNR = 13.599.262$$

$$i = 0,07$$

$$Rmnp = 930.000$$

$$930.000 - 951.949 = - 21.949$$

Data l'esiguità del valore di badwill così determinato, si ritiene che il valore del PNR definito a seguito della procedura di rivalutazione controllata non debba essere incrementato da sovrareddito o ridotto per un valore di badwill.

10 Il capitale accessorio

Nel paragrafo relativo al PNR sono stati individuati gli elementi patrimoniali non pertinenti allo svolgimento dell'attività operativa aziendale, poiché ritenuti non strumentali all'esercizio dell'azienda nonché delle componenti soggette a valutazione autonoma.

La valorizzazione di tali componenti, al netto dell'effetto fiscale, correrà separatamente alla formazione del valore.

In particolare, dette componenti includono, per l'azienda oggetto di valutazione, solamente il terreno per il quale, peraltro, esiste già un contratto preliminare di vendita.

11 Conclusioni: il valore delle partecipazioni alla data dell'1.1.2003

Determinati i due elementi rilevanti ai fini della stima del capitale economico della società negli importi di seguito indicati:

a) PNR	euro 13.599.262
b) Badwill/sovrareddito	euro 0
c) CA	euro 475.140
Totale W	euro 14.074.402

Si procede nella determinazione del fondo imposte latenti

Si ricorda che il valore contabile del netto è pari a euro 4.329.039.

Il maggior valore attribuito alla società ammonta pertanto a euro 9.745.363 e risulta dalla seguente formula:

$$\text{Maggior valore} = W - \text{PNC} = 14.074.402 - 4.329.039 = 9.745.363$$

Non rimane che applicare la variabile fiscale sul maggior valore così determinato. La teoria prevalente ritiene che l'applicazione di un'aliquota pari alla metà o a un terzo dei coefficienti di imposta attualmente applicati al reddito imponibile rappresenti una buona stima del carico fiscale del maggior valore determinato secondo la procedura esposta in questa perizia. Nel caso specifico si può ritenere che la variabile fiscale possa essere anche inferiore, in quanto si ritiene che i beni oggetto di eventuale plusvalenza saranno utilizzati sino alla fine della loro vita utile. Pertanto si utilizzerà un'aliquota pari al 15%. La variabile fiscale diminuisce il valore della partecipazione per un valore pari a euro $9.745.363 \times 0,15 =$ euro 1.461.804.

Si attesta, pertanto, che il valore patrimoniale complessivo della società HY s.p.a., alla data del 1° gennaio 2003, ai sensi e per le finalità di cui alla premessa di questa perizia, ammonta a euro 14.074.402 - 1.461.804, = euro 12.612.598.

Dal momento che l'acquisto riguarda n. 1.499.895 azioni delle n. 1.500.000 azioni esistenti della HY s.p.a., da parte della [...], si attesta che il valore di acquisto ritenuto congruo sarà pari a un valore arrotondato a euro 12.600.000.