

Rag. Monica Golferà

Piazza dei Martiri 1943 - 1945 n° 3

40121 Bologna

Tel. 051 - 245313 Fax 250657

P.IVA 00184221208 - C.F. GLF MNC 59H52 A944A

E-MAIL: mgolfer@tin.it

- TRIBUNALE DI BOLOGNA -

- UFFICIO ESECUZIONI CIVILI MOBILIARI -

- GIUDICE DELL' ESECUZIONE DOTT. MASSIMO FERRO -

- PROCEDURA ESECUTIVA N. 1094/06 R.G. cui è riunita la procedura n. 1129/06 -

- promossa da BANCA ANTONIANA POPOLARE VENETA S.P.A. -

- contro € _____

*

*

- RELAZIONE DI STIMA DELLE QUOTE DI PARTECIPAZIONE -

- DELLA SOCIETA' G.M.G. GROUP S.R.L. -

- con sede in Bologna, Via Marco Emilio Lepido n. 182 -





La sottoscritta Rag. Monica Golferà, Ragioniere Commercialista, con studio in Bologna, P. zza dei Martiri n. 3,

- premesso -

- che all'udienza del 07.06.2006 la scrivente è stata nominata stimatrice delle quote di partecipazione della società G.M.G. GROUP S.R.L., oggetto del pignoramento, di proprietà del
--- , debitore esecutato, delle quali è stata chiesta la vendita;

- che il termine assegnato per il deposito dell'elaborato di stima è stato fissato dalla S.V. Ill.ma al 29.06.2006;

- che le parti interessate non hanno designato propri esperti;

- quanto premesso -

- si prega presentare alla S.V. Ill. ma -

- la seguente relazione di stima .

- S O M M A R I O -

1.- IL QUESITO

2.- BREVI CENNI STORICI SULLA PROCEDURA ESECUTIVA

3.- METODOLOGIA APPLICATA

4.- RISPOSTE AL QUESITO

5.- RIEPILOGO DELLE CONCLUSIONI

1.- IL QUESITO

Il quesito sottoposto allo stimatore dalla S.V. Ill. ma è il seguente:

"Dica lo stimatore, acquisita ogni documentazione di pertinenza della società le cui partecipazioni sono state oggetto di pignoramento ed istanza di vendita e ritenuta utile allo scopo, esperita ogni e più opportuna indagine, autorizzato lo stimatore ad ogni accesso in loco, anche con l'assistenza della forza pubblica (designata nel Comando della Guardia di Finanza territorialmente competente), tenuto conto delle dimensioni della società stessa e per la quale si richiede una valutazione, nonché dell'appartenenza al gruppo di cui alla relazione 5.6.2006, del settore in cui opera, dell'oggetto sociale nonché del tipo di attività effettivamente svolta, dell'entità della partecipazione e dei limiti alla circolazione della quota da evidenziare, quale sia il più probabile valore di realizzo di ciascuna partecipazione, oggetto del pignoramento, individuando e proponendo altresì le forme tecniche più idonee in ragione della possibile ricorrenza dei diversi sistemi di cui all'art. 2471 c.c.;

lo stimatore provvederà a depositare in cancelleria un elaborato entro il termine di 29 giugno 2006, dopo aver acquisito l'eventuale avviso di esperti nominati dalle parti, indicando nella relazione i criteri estimativi seguiti, le operazioni di accesso e riscontro compiute, il prezzo di

*possibile messa in vendita, le opportunità suggerite per la ricerca dei possibili acquirenti, gli
indici di deprezzamento del valore rispetto alla prosecuzione della procedura".*



OMISSIS

OMISSIS

3.- METODOLOGIA APPLICATA

Dimensioni della società G.M.G. GROUP S.r.l., gruppo di appartenenza, settore in cui opera, oggetto sociale e tipo di attività effettivamente svolta, entità della partecipazione e limiti alla circolazione della quota

Dalle informazioni e dai documenti acquisiti è emerso che la società G.M.G. GROUP S.R.L., con sede in Bologna, Via Marco Emilio Lepido n. 182, iscritta al Registro Imprese di Bologna al n. 08444610581, iscritta all'elenco generale ex art. 113 D. lgs 385/93 al n. 29483, con capitale sociale di € 51.000,00 i.v., è parte dell'importante gruppo finanziario-industriale denominato "Gruppo Ducati Energia", molto noto non solo nella nostra città ma in tutto il territorio nazionale e nel mondo. Il gruppo è composto da quattro società produttive, tutte autonome fra loro, che sono la Ducati Energia S.p.a., capogruppo, la Ducati Sistemi S.p.a., la Ducati Energia Romanla S.A. e la Ducati Komponenti d.o.o. Ludbreg Croazia, società che contano fino a 650 dipendenti di cui circa 330 in Italia ed un fatturato complessivo realizzato nell'anno 2005 di circa 74 milioni di euro, rispetto a circa 90 milioni di euro sviluppato nel 2004 (condensatori, generatori o sistemi di accensione elettronica per motocicli, motoseghe e motoslitte, sistemi per biglietti automatici, colonnine di soccorso, controllo della sicurezza nei trasporti ferroviari etc.). Del gruppo fanno altresì parte altre otto società tra le quali è ricompresa la G.M.G. GROUP S.r.l. Trattasi di società che può definirsi "finanziaria pura", detenendo la partecipazione in altra società del gruppo - Finanziaria Generale Felsinea F.G.F. S.p.a. con una percentuale di possesso del 100%. La partecipazione consente quindi alla G.M.G. Group S.r.l., quale socio unico, il controllo totale della controllata Finanziaria Generale Felsinea F.G.F. S.p.a., società che detiene il controllo del gruppo (all'interno della finanziaria la famiglia Guidi detiene il 60% mediante la partecipazione della G.M.G. GROUP S.r.l.).

La società G.M.G. GROUP S.r.l. ha per oggetto sociale:

- l'assunzione di partecipazioni ed interessenze sotto qualsiasi forma in società ed enti, italiani, esteri a scopo di stabile investimento ed esclusa ogni attività di collocamento ed intermediazione;
- il coordinamento sul piano finanziario, tecnico, produttivo, scientifico, amministrativo, della società ed enti cui partecipa, operando anche concentrazioni e fusioni;
- l'assunzione e la concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma alle società del gruppo;



- la costruzione, l'acquisto, la vendita e la gestione di beni immobili, la costruzione diretta ed indiretta di fabbricati di qualsiasi specie con esclusione della intermediazione immobiliare;".

Dalla documentazione acquisita dalla scrivente emerge che la società di fatto non svolge alcuna attività se non quella coincidente con la detenzione della partecipazione del 100% nella Finanziaria Generale Felsinea F.G.F. S.p.a., nella quale risulta quindi essere unico socio.

Il bilancio chiuso al 31.12.2005 dalla G.M.G. GROUP S.r.l., che presenta una perdita del periodo di € 33.737,00, è stato approvato dall'assemblea dei soci tenutasi in data 19.06.2006, con l'astensione espressa nell'ambito della votazione dalla scrivente, quale custode della partecipazione del 20% oggetto della procedura esecutiva mobiliare.

Nello statuto della società G.M.G. GROUP S.r.l., attualmente in vigore, le partecipazioni, quindi il loro trasferimento e relativi limiti, sono trattate agli artt. 7 - 8 e 9. In sintesi può dirsi che lo statuto prevede che le partecipazioni possano trasferirsi per atto tra vivi solo nel rispetto della procedura prevista all'art. 7, procedura che prevede l'obbligo, a carico del socio che intenda trasferire in tutto o in parte la propria partecipazione, di offrirla preventivamente agli altri soci i quali hanno diritto di comprarla alle condizioni tutte indicate dal punto a) al punto l) del medesimo articolo. Solo nel caso in cui nessun socio intenda acquistare la partecipazione offerta nel rispetto dei termini e delle modalità tassativamente indicati, il socio offerente sarà libero di trasferire l'intera partecipazione all'acquirente indicato nella preventiva comunicazione da inviare ai soci, così come previsto dal punto b) del già citato art. 7 dello Statuto Sociale (come da copia dello Statuto Sociale già agli atti del fascicolo).

Dalle indagini svolte, è stato accertato che la società G.M.G. GROUP S.r.l.:

- Non ha procedure esecutive in corso né risulta averne avute in passato
- Non ha in corso istanze di fallimento, né di altre procedure concorsuali
- Risulta aver sempre presentato regolarmente per ogni esercizio sociale chiusosi al 31 dicembre di ogni anno, la denuncia dei propri
- Risultata in regola con il pagamento delle imposte sui redditi
- Ha provveduto al regolare invio delle dichiarazioni quale sostituto di imposta
- Per quanto riguarda l'imposta sul valore aggiunto, la società è regolarmente aggiornata con la tenuta dei libri obbligatori, la presentazione delle dichiarazioni annuali ed i versamenti dell'imposta
- La società non ha alle dipendenze lavoratori subordinati
- La società non ha collaborazioni in corso, diverse da quelle di cui al punto precedente

OMISSIS



OMISSIS



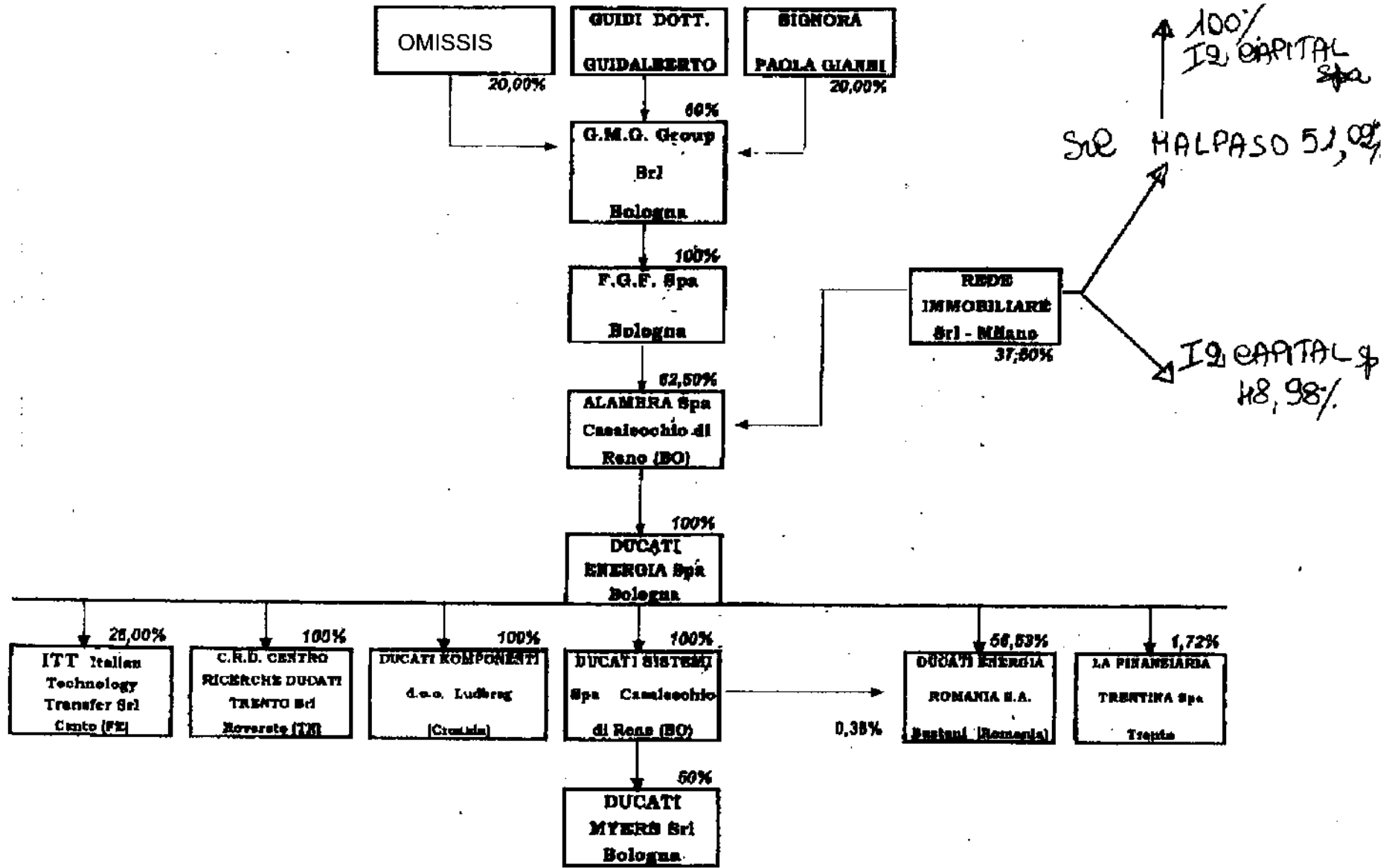
OMISSIS

Struttura del Gruppo Ducati Energia

La struttura del gruppo è ben rappresentata nel prospetto esposto alla pagina seguente:



STRUTTURA DEL GRUPPO



Dall'esame del prospetto può evincersi che:

- G.M.G. GROUP S.r.l. partecipa al 100% la Finanziaria Generale Felsinea F.G.F. S.p.a.
- Finanziaria Generale Felsinea F.G.F. S.p.a. partecipa al 62,50% la Alambra S.p.a.
- Alambra S.p.a. partecipa al 100% la Ducati Energia S.p.a.
- Ducati Energia S.p.a. partecipa al 100% la Ducati Sistemi S.p.a.
- Ducati Energia S.p.a. partecipa al 100% la Ducati Componenti d.o.o. Ludbreg (Croazia)
- Ducati Energia S.p.a. partecipa al 100% la C.R.D. CENTRO Ricerche ducati Trento S.r.l.
- Ducati Energia S.p.a. partecipa al 56,53% la Ducati Energia Romania S.A.
- Ducati Energia S.p.a. partecipa al 25% la ITT Italian Technology Transfer S.r.l.
- Ducati Energia S.p.a. partecipa al 1,72% la La Finanziaria Trentina S.p.a.

Per diretta conseguenza, può senz'altro affermarsi che G.M.G. GROUP S.r.l. partecipa la Ducati Energia S.p.a. al 62,50% e pertanto il valore della società G.M.G. GROUP S.r.l., e quindi della quota oggetto di pignoramento, dipende massimamente dal valore attribuito alla società Ducati Energia S.p.a., al quale deve essere applicata la rettifica in diminuzione coincidente con lo sconto di minoranza. Diffusamente si dirà più oltre.

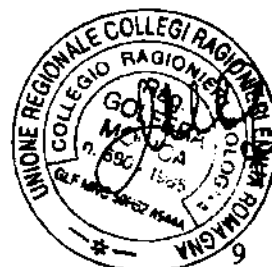
La G.M.G. GROUP S.r.l. è amministrata da un Consiglio di Amministrazione (nominato dall'assemblea dei soci tenutasi il 19.06.2006), nelle persone dei Signori:

- Dott. Guidalberto Guidi	Presidente
- Dott. Romano Conti	Consigliere
- Dott. Roberto Annunziato	Consigliere

Alla data del pignoramento la compagine sociale della società G.M.G. Group S.r.l. è risultata la seguente, per un capitale sociale complessivo di € 51.000,00:

- Dott. Guidalberto Guidi	Quota 60% del capitale sociale pari ad € 30.600,00
	Quota 20% del capitale sociale pari ad € 10.200,00
- Signora Paola Gianni	Quota 20% del capitale sociale pari ad € 10.200,00
	<u>Totale 100% del capitale sociale pari ad € 51.000,00</u>

OMISSIS





Operazioni di accesso e riscontro compiute

La scrivente ha eseguito due accessi presso la sede della società, in Bologna, Via Marco Emilio Lepido n. 182, ed un accesso presso lo studio del Dott. Piero Gnudi, in Bologna, Via Castiglione n. 21, commercialista della società; inoltre, quale custode delle quote, ha partecipato all'assemblea dei soci tenutasi in data 19.06.2006 ad ore 12,00 presso la sede sociale, assemblea nel corso della quale è stato approvato il bilancio chiuso al 31.12.2005 con l'astensione, espressa dal custode, per la quota di partecipazione di proprietà Dott. Giuseppe Gazzoni Frascara.

La collaborazione prestata alla scrivente da parte sia della società che dei professionisti della stessa è stata massima ed ha consentito allo stimatore di limitare le trasferte, potendo ottenere la consegna di tutta la copiosa documentazione contabile, necessaria all'indagine, presso il proprio studio. La documentazione acquisita ed esaminata è la seguente:

- G.M.G. GROUP S.r.l.

- atto costitutivo e statuto vigente
- libro soci con annotazioni a partire dal 04.05.1988
- libro verbali delle assemblee
- libro verbali consiglio di amministrazione
- visura camerale storica
- bilancio e nota integrativa al 31.12.2002
- bilancio consolidato e nota integrativa al 31.12.2002
- relazione del Consiglio di Amministrazione al bilancio consolidato 31.12.2002
- verbale assemblea 24.06.2003 portante approvazione del bilancio 31.12.2002
- bilancio e nota integrativa al 31.12.2003
- bilancio consolidato e nota integrativa al 31.12.2003
- verbale assemblea 30.06.2004 portante approvazione del bilancio 31.12.2003
- relazione del Consiglio di Amministrazione al bilancio consolidato 31.12.2003
- bilancio e nota integrativa al 31.12.2004
- bilancio consolidato e nota integrativa al 31.12.2004
- relazione della società di revisione Pricewaterhouse Coopers S.p.a. al bilancio 31.12.2004
- relazione della società di revisione Pricewaterhouse Coopers S.p.a. al bilancio consolidato 31.12.2004
- relazione del Consiglio di Amministrazione al bilancio consolidato 31.12.2004
- verbale assemblea 29.06.2005 portante approvazione del bilancio 31.12.2004
- bilancio e nota integrativa al 31.12.2005
- bilancio consolidato e nota integrativa al 31.12.2005
- relazione della società di revisione Pricewaterhouse Coopers S.p.a. al bilancio 31.12.2005
- relazione della società di revisione Pricewaterhouse Coopers S.p.a. al bilancio consolidato 31.12.2005

- relazione del Consiglio di Amministrazione al bilancio consolidato 31.12.2005
- verbale assemblea 19.06.2006 portante approvazione del bilancio 31.12.2005
- situazione contabile al 17.05.2006
- situazione contabile al 31.05.2006



- Finanziaria Generale Felsinea F.G.F. S.p.a.

- libro soci con annotazioni a partire dal 27.12.2001
- bilancio e nota integrativa al 31.12.2002
- relazione del Collegio Sindacale al bilancio 31.12.2002
- verbale assemblea del 24.06.2003 portante approvazione del bilancio 31.12.2002
- bilancio e nota integrativa al 31.12.2003
- relazione del Collegio Sindacale al bilancio 31.12.2003
- verbale assemblea del 27.04.2004 portante approvazione del bilancio 31.12.2003
- bilancio e nota integrativa al 31.12.2004
- relazione del Collegio Sindacale al bilancio 31.12.2004
- verbale assemblea del 29.04.2005 portante approvazione del bilancio 31.12.2004
- bilancio e nota integrativa al 31.12.2005
- relazione del Collegio Sindacale al bilancio 31.12.2005
- verbale assemblea del 28.04.2006 portante approvazione del bilancio 31.12.2005

- Alambra S.p.a.

- libro soci con annotazioni a partire dal 31.03.2005
- statuto vigente
- bilancio e nota integrativa al 31.12.2002
- relazione del Collegio Sindacale al bilancio 31.12.2002
- verbale assemblea del 28.04.2003 portante approvazione del bilancio 31.12.2002
- bilancio e nota integrativa al 31.12.2003
- relazione del Collegio Sindacale al bilancio 31.12.2003
- verbale assemblea del 27.04.2004 portante approvazione del bilancio 31.12.2003
- bilancio e nota integrativa al 31.12.2004
- relazione del Collegio Sindacale al bilancio 31.12.2004
- verbale assemblea del 29.06.2005 portante approvazione del bilancio 31.12.2004
- bilancio e nota integrativa al 31.12.2005
- relazione del Collegio Sindacale al bilancio 31.12.2005
- verbale assemblea del 28.04.2006 portante approvazione del bilancio 31.12.2005
- documenti cessione azioni intervenuta il 28.12.2005 tra Intek S.p.a. e Rede Immobiliare S.r.l. (società sorta dalla scissione Ducati Energia S.p.a. 21.10.2005), con rinuncia al diritto di prelazione di Finanziaria Generale Felsinea F.G.F. S.p.a.;



- DUCATI ENERGIA S.p.a.

- libro soci con annotazioni a partire dal 11.09.1998
- bilancio e nota integrativa al 31.12.2002
- bilancio consolidato e nota integrativa al 31.12.2002
- relazione della società di revisione Pricewaterhouse Coopers S.p.a. al bilancio 31.12.2002
- relazione della società di revisione Pricewaterhouse Coopers S.p.a. al bilancio consolidato 31.12.2002
- relazione del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale al bilancio 31.12.2002
- verbale assemblea del 30.06.2003 portante approvazione del bilancio 31.12.2002
- relazione del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale al bilancio consolidato 31.12.2002
- bilancio e nota integrativa al 31.12.2003
- bilancio consolidato e nota integrativa al 31.12.2003
- relazione della società di revisione Pricewaterhouse Coopers S.p.a. al bilancio 31.12.2003
- relazione della società di revisione Pricewaterhouse Coopers S.p.a. al bilancio consolidato 31.12.2003
- relazione del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale al bilancio 31.12.2003
- verbale assemblea del 27.04.2004 portante approvazione del bilancio 31.12.2003
- relazione del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale al bilancio consolidato 31.12.2003
- bilancio e nota integrativa al 31.12.2004
- bilancio consolidato e nota integrativa al 31.12.2004
- relazione della società di revisione Pricewaterhouse Coopers S.p.a. al bilancio 31.12.2004
- relazione della società di revisione Pricewaterhouse Coopers S.p.a. al bilancio consolidato 31.12.2004
- relazione del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale al bilancio 31.12.2004
- verbale assemblea del 13.06.2005 portante approvazione del bilancio 31.12.2004
- relazione del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale al bilancio consolidato 31.12.2004
- bilancio e nota integrativa al 31.12.2005
- bilancio consolidato e nota integrativa al 31.12.2005
- relazione della società di revisione Pricewaterhouse Coopers S.p.a. al bilancio 31.12.2005
- relazione della società di revisione Pricewaterhouse Coopers S.p.a. al bilancio consolidato 31.12.2005
- relazione del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale al bilancio 31.12.2005
- verbale assemblea del 19.06.2005 portante approvazione del bilancio 31.12.2005
- relazione del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale al bilancio consolidato 31.12.2005

- verbale Consiglio di Amministrazione del 19.07.2005 portante, oltre al resto, l'approvazione del progetto di scissione non proporzionale redatto ai sensi dell'art 2506 bis Codice Civile
- atto di scissione Notaio Federico Rossi 21.10.2005
- verbale Consiglio di Amministrazione del 31.03.2006

- Ducati Sistemi S.p.a.

- bilancio e nota integrativa al 31.12.2002
- relazione del Collegio Sindacale e del Consiglio di Amministrazione al bilancio 31.12.2002
- verbale assemblea 30.06.2003 portante approvazione del bilancio 31.12.2002
- relazione della società di revisione Pricewaterhouse Coopers S.p.a. al bilancio 31.12.2002
- bilancio e nota integrativa al 31.12.2003
- verbale assemblea 27.04.2004 portante approvazione del bilancio 31.12.2003
- relazione del Collegio Sindacale e del Consiglio di Amministrazione al bilancio 31.12.2003
- relazione della società di revisione Pricewaterhouse Coopers S.p.a. al bilancio 31.12.2003
- bilancio e nota integrativa al 31.12.2004
- relazione del Collegio Sindacale e del Consiglio di Amministrazione al bilancio 31.12.2004
- relazione della società di revisione Pricewaterhouse Coopers S.p.a. al bilancio 31.12.2004
- verbale assemblea 05.05.2005 portante approvazione del bilancio 31.12.2004
- bilancio e nota integrativa al 31.12.2005
- relazione del Collegio Sindacale e del Consiglio di Amministrazione al bilancio 31.12.2005
- relazione della società di revisione Pricewaterhouse Coopers S.p.a. al bilancio 31.12.2005
- verbale assemblea 28.04.2006 portante approvazione del bilancio 31.12.2005

- C.R.D. Centro Ricerche Ducati Trento S.r.l. (costituita nell'anno 2005)

- bilancio e nota integrativa al 31.12.2005
- verbale assemblea 28.04.2006 portante approvazione del bilancio 31.12.2005

- Ducati Componenti d.o.o. - Croazia (costituita nell'anno 2003)

- bilancio al 31.12.2004 con dati a confronto bilancio 31.12.2003
- relazione della società di revisione Pricewaterhouse Coopers S.p.a. al bilancio 31.12.2004

- Ducati Energia Romania S.A. (costituita nell'anno 2002)

- bilancio al 31.12.2002
- bilancio al 31.12.2003
- bilancio al 31.12.2004
- bilancio al 31.12.2005



- REDE Immobiliare S.r.l. (non facente parte del gruppo - sorta dalla scissione S.p.a. 21.10.2005)



- visura camerale storica
- visura camerale storica compagine sociale (Malpaso S.r.l. 51,02% e I2 Capital S.p.a. 48,98%)
- visura camerale storica compagine sociale I2 Capital S.p.a. (Escargot S.p.a. - Intek S.p.a. - Banca Intesa S.p.a.)
- bilancio e nota integrativa al 31.12.2005
- verbale assemblea del 29.05.2006 portante approvazione di bilancio al 31.12.2005

OMISSIS

responsabilità limitata facente parte del Gruppo Ducati Energia, a capo del quale trova il socio Dott. Guidalberto Guidi, precisando altresì le modalità di partecipazione.

Analoga comunicazione potrebbe essere inviata anche alla sede di Roma della Confindustria.



Indici di deprezzamento del valore rispetto alla prosecuzione della procedura

Le considerazioni svolte nella presente relazione, come detto, fanno riferimento a dati contabili rilevati dalle società del Gruppo al 31.12.2005; l'anno 2005, come ben agevolmente può desumersi dai dati del consolidato Ducati Energia S.p.a., si è rivelato piuttosto pesante, facendo rilevare i seguenti significativi valori:

- fatturato € 74,1 milioni con decremento rispetto all'anno 2004 di € 11,6 milioni
- utile di esercizio € 1.576 mila rispetto all'utile dell'anno 2004 di € 3.761 mila
- ammortamenti € 3,5 milioni rispetto all'anno 2004 che ne esponeva € 4,1 milioni
- imposte correnti e differite € 2,1 milioni rispetto all'anno 2004 che ne esponeva € 3,9 milioni
- R.O.E. (Return on equity) 13,9% rispetto al 26,9% rilevato nell'anno 2004
- R.O.I. (Return on investment) 6,7% rispetto al 9,4% rilevato nell'anno 2004
- E.B.I.T.D.A. (Earning Bifore Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) € 6,1 milioni pari all'8,2% del fatturato

Tuttavia, la prima parte dell'esercizio in corso, manifesta tangibili positivi segni di ripresa che, seppur con la dovuta e quantomai necessaria prudenza, lasciano sperare in una situazione, riferita all'anno complessivo, foriera di buoni risultati. Quest'ultima considerazione, unita ai positivi risultati conseguiti dal Gruppo nei due anni precedenti, renderebbe possibile ritenere che l'anno 2005 non possa essere preso, per sé solo, come spunto per ritenere che il passare del tempo possa giocare solo negativamente per quanto attiene il valore della partecipazione, oggetto della presente esposizione, legato all'attività imprenditoriale. La possibilità di decremento del valore della quota connesso al passare del tempo e quindi alla prosecuzione della procedura esecutiva, può essere invece maggiormente collegata ad eventuali strategie industriali e/o finanziarie e/o societarie, poste legittimamente in essere dalla maggioranza della compagine sociale del Gruppo (Dott. Guidalberto Guidi) rispetto alle quali ben poco potrebbe il controllo, anche se capillare, del socio di minoranza.

Trattandosi di quota di partecipazione a società facente parte di considerevole ed importante, oltre che solido, Gruppo Industriale, come già più volte ricordato, non parrebbe allo stato ipotizzabile un rischio di deprezzamento del valore della quota, unicamente riferito ad eventuale inerzia dell'imprenditore e/o ad eventuale dirottamento di commesse, ordini e commesse su altri soggetti. È infatti certo che, fin tanto sarà pendente la procedura esecutiva, un attento e preparato imprenditore (quale il nostro), difficilmente intenderà sottrarsi dal porre in essere ogni e più vantaggiosa operazione che avesse a presentarsi nell'interesse della propria macro-impresa, ma certo potrebbe prudentemente, sin quando possibile, tenere ogni iniziativa in posizione di attesa; pare ovvio infatti che, pur ipotizzando esistente l'interesse da parte del socio di maggioranza, anche unico imprenditore, per l'acquisto della quota di

partecipazione, magari anche e solo al fine di evitare che la stessa passi nella disponibilità di terzi estranei, proprio perché di esperto ed abile imprenditore si parla, lo stesso riterrà di raggiungere il massimo risultato al minimo costo.

4.- RISPOSTE AL QUESITO

A) Oggetto e scopo della presente Relazione di Stima

Oggetto della presente relazione di stima è la partecipazione totalitaria nella società G.M.G GROUP S.r.l. , necessaria per giungere alla attribuzione di valore alla quota oggetto del pignoramento.

In adempimento dell'incarico affidatoLe, la scrivente ha proceduto in primo luogo alla valutazione delle attività e passività costituenti il Patrimonio aziendale della società G.M.G GROUP S.r.l., valutando in un secondo momento l'opportunità di apportare al valore così ottenuto le modifiche richieste per traslarlo sul bene di secondo grado (la partecipazione) che costituisce l' oggetto della presente perizia in senso stretto.

B) Profilo della Società

Per quanto attiene il profilo della Società G.M.G. GROUP S.r.l., si intende qui richiamare quanto diffusamente esposto al punto 3.- Metodologia applicata della presente relazione.

La Società ha svolto sin dalla costituzione l'attività di holding di partecipazione in conformità allo statuto secondo cui essa si prefissava l'esercizio dell'attività di gestione imprenditoriale e finanziaria di altre società.

C) Situazione patrimoniale di riferimento

Per procedere alla stima del valore della Società al 31.12.2005 (data obbligata in quanto le situazioni del periodo non potevano essere rese disponibili con i tempi connessi alla formazione della presente), si è adottato come base di riferimento l'ultimo bilancio d'esercizio redatto, in conformità allo statuto alla data del 31/12/2005, integrandolo appositamente con i bilanci relativi al biennio precedente, con i bilanci consolidati della stessa G.M.G. GROUP S.r.l. e con le altre informazioni contabili relative alle altre società del gruppo che menzioneremo via via nel prosieguo. Precisiamo, inoltre, che i bilanci della società sono stati sottoposti a revisione contabile da parte della società di revisione Pricewaterhouse Coopers S.p.a. che ha attestato la loro idoneità a rappresentare in maniera fedele la situazione economico, finanziaria e patrimoniale della società.





D) Il metodo utilizzato per la valutazione del capitale economico

Per la valutazione, riferita all'Azienda nell'ipotesi di funzionamento e non di liquidazione, è stato applicato il metodo "patrimoniale semplice" che oggettivamente meglio si attaglia alle caratteristiche patrimoniali della G.M.G. GROUP S.r.l..

Ai fini della presente valutazione, infatti, è fondamentale osservare che la G.M.G. GROUP S.r.l. presenta una Situazione Patrimoniale relativamente semplice: il valore dell'attivo pressochè si esaurisce (99,6%) in quello dell'unica partecipazione detenuta (iscritta al valore di carico di € 7.621.966,00 su un totale attivo di bilancio di € 7.652.503,00) nella società F.G.F. Finanziaria Generale Felsinea S.p.a. (di qui in avanti per brevità anche FGF), partecipazione acquistata nel corso del 1996 e rappresentativa dell'intero capitale sociale della controllata.

L'adeguatezza del metodo patrimoniale trova conferma nel fatto che il valore assegnato dal mercato ai singoli elementi della società, laddove fossero ceduti separatamente, non differirebbe da quanto sarebbe pagato per l'intera azienda.

In altre parole, il collegamento funzionale tra i beni dell'attivo, che normalmente caratterizza il patrimonio aziendale e fa sì che la somma dei valori dei singoli beni sia costantemente inferiore rispetto al valore dell'azienda unitariamente intesa, nelle holding di partecipazione, come appunto la G.M.G. GROUP S.r.l., è molto tenue. Ne deriva una sostanziale coincidenza tra valori di funzionamento e di liquidazione che rimuove una delle principali remore all'impiego di questo metodo di valutazione. Il metodo "patrimoniale semplice", che si fonda sul principio dell'espressione a valori correnti dei singoli elementi del capitale dell'Azienda, si addice pertanto perfettamente alle società come la G.M.G. GROUP S.r.l., che presentano scarsi profili di problematicità, svolgendo un'attività di mera detenzione di partecipazioni. In questo senso, sono decisive le seguenti considerazioni emerse da una lettura ragionata del bilancio:

- a) la G.M.G. GROUP S.r.l. non esercita alcuna attività complementare o accessoria a quella tipica di gestione della partecipazione nella F.G.F. S.p.a.;
- b) il contributo di componenti di natura straordinaria o finanziaria al reddito d'esercizio è praticamente nullo;
- c) il valore corrente della partecipazione quasi esaurisce l'attivo dello Stato Patrimoniale, rappresentandone la parte largamente preponderante (come osservato, il 99,60% dell'attivo nel 2005);
- d) Il passivo è costituito quasi per intero da poste liquide, da valutare al valore nominale;

Sulla scorta di queste premesse, è quasi superfluo sottolineare che non si può assegnare alcun valore all'Avviamento: nella società, non è dato infatti rinvenire alcuno di quei fattori immateriali che consentiranno all'imprenditore, in futuro, il conseguimento di extra-profitti. Essa manca di dipendenti, beni strumentali, know how ed ha operato, e tuttora opera, esclusivamente nell'alveo della semplice attività finanziaria di seguito descritta.

Da un altro punto di vista, merita sottolineare che la natura di holding della società e la preponderanza, nell'ambito del proprio patrimonio, di un bene di secondo grado quale la partecipazione nella F.G.F. S.p.a., impongono allo stimatore di rivolgere in via diretta la sua

attenzione al valore della società partecipata e solo in via mediata a quello della società formalmente oggetto della perizia.

Vi è però che le osservazioni appena compiute in merito alla struttura patrimoniale della G.M.G. GROUP S.r.l., valgono ceteris paribus anche per la propria controllata (F.G.F. Finanziaria Generale Felsinea S.p.a. diretta) e per la società che si colloca all'anello inferiore della catena di controllo del gruppo (Alambra S.p.a.).

Più in generale, scorrendo il diagramma del gruppo esposto alla precedente pagina n. 8, si può cogliere una precisa bipartizione tra società di natura finanziaria, presenti nella sezione superiore, e società operative, esposte in quella inferiore. Nel dettaglio, la G.M.G. GROUP S.r.l. rappresenta la holding dell'omonimo gruppo, che tramite due sub-holding, quali la F.G.F. Finanziaria Generale Felsinea S.p.a. e la Alambra S.p.a., controlla le società operative facenti capo alla DUCATI ENERGIA S.p.a..

La partecipazione nella G.M.G. GROUP S.r.l., dunque, più che un bene di secondo grado, può essere considerata, sia consentita l'esemplificazione, un bene di "quarto" grado, poiché il suo valore è collegato direttamente, in un gioco di successivi rinvii a cascata, a quello della società operativa DUCATI ENERGIA S.p.a., collocata nel quarto anello della catena del gruppo e delle sue controllate. Questa morfologia societaria impone allo stimatore di appuntare la propria attenzione, in via prioritaria, sulla società preposta dal gruppo all'esercizio della vera attività d'impresa in maniera diretta o per il tramite delle sue controllate operative.

Stabilito il valore della sezione operativa del gruppo, sarà piuttosto agevole proiettarlo sulla G.M.G. GROUP S.r.l., risalendo a ritroso gli anelli della sezione "finanziaria" articolata in semplici holding di partecipazione e "contenitori" del debito contratto per l'acquisto della sezione operativa. Come già anticipato, il valore di queste società, ed in particolare della capogruppo, una volta fatti i conti con l'elemento di complicazione descritto - la partecipazione indiretta nella DUCATI ENERGIA - è lapalissiano e tende a coincidere con il valore di libro del relativo patrimonio netto.

E) Il valore della sezione operativa del gruppo controllata da DUCATI ENERGIA S.p.a.

DUCATI ENERGIA S.p.a.

Sotto il profilo merceologico la DUCATI ENERGIA produce direttamente e commercializza le seguenti famiglie di prodotti:

- a) condensatori per corrente alternata ed in particolare per applicazioni nei settori dell'avviamento e marcia motori, del rifasamento lampade, dell'elettronica di potenza, del rifasamento industriale;
- b) sistemi automatici di rifasamento;
- c) sistemi di accensione elettronica per applicazioni su ciclomotori, scooters, motori industriali e stazionari;
- d) sistemi di ricarica batterie monofase e trifase con regolazione della tensione.





e) motorini di avviamento a magneti permanenti;

In termini più generali, dunque, l'ambito di attività è sintetizzabile nella commercializzazione della componentistica per i settori elettronici e meccanici.

La domanda della società, pertanto, è costituita da altri operatori economici (cosiddetto mercato business to business), tra cui spiccano imprese multinazionali leader nei rispettivi settori di appartenenza (Ausimont, ABB Group, ABB Sace, Ansaldo, Candy, Daimine, De Longhi, Enel, Enichem, Merloni Elettrodomestici, Sanyo, Trenitalia, Zanussi/Electrolux, Hitachi, Miele, Philips, Siemens).

La società, inoltre, fungendo da holding operativa del gruppo, ha costituito una serie di controllate per esigenze di delocalizzazione produttiva e di espansione sui mercati esteri (DUCATI COMPONENTI, DUCATI ENERGIA ROMANIA SA) o per presidiare produzioni o funzioni aziendali con strutture dedicate (è il caso di DUCATI SISTEMI e del C.R.D. CENTRO RICERCHE DUCATI TRENTO).

In particolare le attività svolte tramite controllate possono essere così descritte:

DUCATI SISTEMI produce strumenti e sistemi automatici di gestione e controllo del traffico e della segnaletica stradale, nonché sistemi di segnalazione ferroviaria;

DUCATI energia Romania (Romania), costituita nel 2002, è dedicata invece alla produzione di condensatori;

Nello stesso anno è stata fondata DUCATI Komponenti (Croazia) per la produzione di componenti per le due ruote;

Al fine di valutare la capacità reddituale dell'intero gruppo operativo, abbiamo eletto a riferimento i bilanci consolidati redatti dalla DUCATI ENERGIA S.p.a., in veste di sub-holding. Questo tipo di documento, infatti, presenta un duplice pregio; in primo luogo rispecchia l'andamento economico di tutte le società operative, evitando commistioni con le società "finanziarie", le quali si collocano al livello superiore della catena di comando del gruppo e, come spiegato, richiedono l'adozione di un differente metodo di valutazione.

In secondo luogo, esso ha il pregio di sterilizzare l'impatto delle operazioni reciproche tra le società del gruppo.

Guardando al gruppo come ad un unico soggetto economico, può senz'altro essere affermato che nel bilancio comune, gli scambi tra i vari centri di imputazione giuridica in cui l'entità economica si articola, diventano irrilevanti e si elidono a vicenda.



Il consolidato ci consente, pertanto, di tenere in considerazione esclusivamente derivanti da contrattazioni con soggetti terzi ed indipendenti, in perfetta coerenza con la finalità di stimare la capacità del gruppo di produrre redditi nel confronti della domanda di mercato, al riparo dai condizionamenti di quello che i teorici di economia industriale definiscono il mercato "captive" infragruppo.

Merita sottolineare, inoltre, che ai nostri fini non interessa tanto la capacità reddituale delle società operative in genere, quanto quella derivante dall'attività caratteristica del gruppo DUCATI ENERGIA.

In particolare, per attività caratteristica intendiamo quella che si estrinseca nelle tipiche operazioni di acquisizione e di impiego di fattori produttivi, di trasformazione, di commercializzazione, di vendita realizzate dal gruppo per servire il proprio mercato di sbocco, così come l'abbiamo descritto sopra.

Sotto questo profilo occorre sottoporre le risultanze del bilancio consolidato ad una sorta di processo di raffinazione tramite il quale, depurato il risultato contabile da una serie di elementi di disturbo, lo si rende adatto alle nostre particolari esigenze conoscitive (determinazione della capacità del gruppo di creare valore nel confronti della domanda di mercato).

In primo luogo occorre sterilizzare l'impatto della cosiddetta gestione straordinaria sul reddito d'esercizio. Quest'area del bilancio, infatti, per definizione fornisce risultati occasionali e non prevedibili né nell'an, né nel quantum ed, a ben vedere, nemmeno nel segno (potendo ridurre come aumentare il reddito d'esercizio).

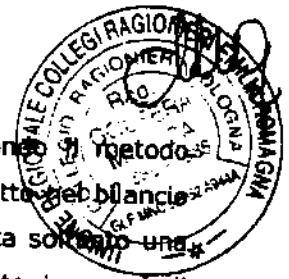
Occorre pertanto stralciare le relative voci, riconoscendone la valenza distorsiva.

Prima di questa "eliminazione", però, occorre sottoporre le evidenze di bilancio ad un esame critico allo scopo di riclassificare, nell'area straordinaria, anche poste che nello schema originario figurino altrove. La natura straordinaria di queste voci, infatti, va riconosciuta avendo riguardo alla sottostante sostanza economica, anche a scapito della formale classificazione di bilancio.

Nello specifico abbiamo riclassificato le cospicue plusvalenze da alienazione cespiti iscritte nell'area "A5) Altri ricavi e proventi" del bilancio. In assenza del correttivo, infatti esse sarebbero confluite nella stessa macrovoce del fatturato "caratteristico" del gruppo. Al contrario, queste plusvalenze, pur essendosi verificate sia nel 2005 che nel 2004, non possono considerarsi ricorrenti essendo imputabili al riscatto anticipato degli immobili, già condotti in locazione finanziaria, ed alla successiva alienazione, operazione evidentemente estranea all'attività tipica del gruppo.

Nella specie, nel corso del 2005, è stata prima riscattata (Aprile) e poi ceduta alla società Ducati Motors S.p.a. (Ottobre), una porzione di terreno sito in Borgo Panigale (BO). Similmente, nel mese di settembre, si è provveduto al riscatto anticipato dello stabilimento di Casalecchio di Reno (BO) ed alla successiva cessione a terzi dello stesso.

Precisiamo, inoltre, che l'entità della plusvalenza non è tanto imputabile ad un vertiginoso incremento di valore dell'immobile, indice quantomeno di un buon investimento immobiliare,



quanto al metodo adottato per contabilizzare la locazione finanziaria. Secondo il metodo patrimoniale imposto dalla prassi contabile nazionale, infatti, il bene figura iscritto nel bilancio del conduttore al solo prezzo pagato per il riscatto che, come noto, rappresenta soltanto una frazione del valore complessivo, di cui il conduttore si è fatto carico tramite i canoni di locazione finanziaria. La plusvalenza, pertanto, risulta "gonfiata", essendo stata calcolata rispetto ad un valore di carico dell'immobile inevitabilmente sottostimato.

Oltre a queste particolari plusvalenze immobiliari, è opportuno ascrivere alla gestione extra-caratteristica anche quelle derivanti nel 2005 dalla cessione pro-soluto di crediti. Tale operazione, infatti, è stata accessoria alla stessa cessione dell'immobile di Casalecchio di Reno ed in quanto tale, al pari dell'operazione principale, non ricorrente.

Del pari sono state escluse dalla gestione caratteristica le differenze su cambio (attive e passive). Benchè, infatti, tali voci non rientrino a rigore in quelle di natura straordinaria, rappresentando una presenza fissa e strutturale nei bilanci del gruppo, è agevole rilevare che l'arbitraggio sui cambi non rientra nell'attività caratteristica del gruppo, né è fatto oggetto di alcuna gestione accessoria a sé stante. Il che rende la volatilità dei cambi un fattore esogeno, slegato dalla gestione ordinaria.

Si tenga conto, inoltre, che le vendite e gli acquisti in valuta si realizzano in aree valutarie stabili, non esposte ad alcun rischio paese significativo.

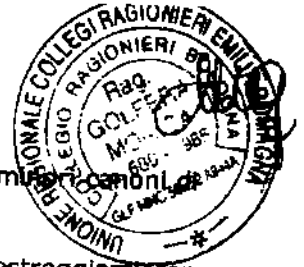
Da queste riclassificazioni traspare che il fatturato legato all'attività caratteristica, costante nel biennio 2003-2004, ha subito una decisa contrazione nell'ultimo anno (- 13,8% in media rispetto ai livelli 2003, con picchi in alcuni settori superiori al - 20%) dipendente da alcune cause congiunturali descritte nella relazione sulla gestione allegata al bilancio. L'impatto di questa flessione sul risultato netto, tuttavia, è stato contenuto.

Non solo per l'importante funzione "compensativa" assolta dall'area straordinaria, ma anche per la naturale "resilienza" ai traumi esterni che deriva al gruppo dal basso grado di leva operativa e dalla modesta incidenza dei costi fissi.

Vale la pena di sottolineare, in particolare, che il peso degli ammortamenti si è attestato nell'ultimo anno al di sotto del 5% del fatturato, mentre i costi derivanti dalla provvista di fondi, al netto dei ricavi connessi all'impiego di fondi liquidi, si sono rivelati estremamente ridotti.

L'area finanziaria, infatti, ha assorbito nel triennio una quota del fatturato operativo compresa tra l'1,60% e l'1,45%. Si può dire pertanto che i costi fissi quasi si sono esauriti negli stipendi e, più in generale, nel costo del lavoro, le cui dinamiche, peraltro, hanno mostrato una tendenza alla diminuzione in valore assoluto.

Osserviamo inoltre, che se le operazioni di dismissione immobiliare hanno sortito un effetto soltanto effimero di incremento dei ricavi, è altrettanto vero che esse produrranno benefici strutturali sul piano patrimoniale e di contenimento dei costi. Poiché i proventi dell'operazione sono stati impiegati per ridurre l'indebitamento (la posizione finanziaria netta è passata da € 28.468.000,00 del 2003 ad € 17.023.000,00 del 2005), negli esercizi futuri la società sconterà



un livello inferiore di costi fissi, in termini sia di minori oneri finanziari, sia di minori canoni di locazione.

Questa relativa agilità della struttura patrimoniale consentirà all'impresa di destreggiarsi con serenità tra le procelle di crisi congiunturali acute come quella del 2005, che invece possono costituire uno scoglio insormontabile per i concorrenti del settore appesantiti da un'elevata leva operativa. Per tali società, una contrazione del fatturato si traduce in una flessione multipla del reddito operativo con un effetto di moltiplicazione la cui intensità è proporzionale all'incidenza dei costi fissi (fenomeno peraltro cui non è estranea, seppure con minore intensità la stessa DUCATI ENERGIA S.p.a.).

Nel gruppo DUCATI ENERGIA, invece, nell'esercizio 2005, alla caduta del fatturato (-13,8%) ha fatto da contraltare una altrettanto significativa caduta dei costi di produzione (passati da € 81.327,00 ad € 72.827,00). Questa circostanza è da mettere in correlazione con il fatto che nell'anno di crisi il peso relativo dei costi variabili (il cui andamento è legato al fatturato, come dimostra la loro diminuzione del 9,86% nello stesso periodo) è stato quasi triplo rispetto a quello dei costi fissi operativi (72,2% contro 25,1%).

L'analisi condotta ha messo in luce come, sotto il profilo economico, nel triennio, la gestione caratteristica del gruppo sia stata in grado di remunerare non solo i costi operativi ma anche i fondi attinti da finanziatori terzi, i quali possono essere considerati alla stregua di un ulteriore fattore produttivo.

La sezione operativa, pertanto, ha agito da polmone finanziario, del gruppo, generando le risorse necessarie per il rimborso dell'indebitamento collocato nelle società finanziarie soprastanti, evitando il ricorso a fonti esterne.

Tecnicamente questo travaso di fondi tra le due sezioni comunicanti del gruppo ha avuto luogo nella forma di cospicue distribuzioni di dividendi da parte della DUCATI ENERGIA S.p.a., proporziate, tra l'altro, dall'adesione dell'intero gruppo al regime del consolidamento fiscale nazionale (ex art. 115 T.U.I.R.), nell'ambito del quale tali flussi possono scorrere in esenzione d'imposta totale (travaso a costo zero).

F) Il metodo di valutazione da adottare per il gruppo DUCATI ENERGIA

Una fase naturalmente propedeutica rispetto alla determinazione del valore di un bene, consiste nella ricerca da parte dello stimatore di precedenti valori assegnati al bene (in questa fase DUCATI ENERGIA S.p.a.) dal mercato, nel corso di una libera contrattazione tra parti indipendenti.

A riguardo, la scrivente ha rinvenuto un'utile pietra di paragone nel concambio stabilito in occasione dell'operazione di scissione parziale, perfezionatasi nell'ottobre 2005. Nella circostanza alla Ducati Energia post scissione, al netto del ramo immobiliare scorporato, è stato attribuito un valore di € 18.871.000,00. Si tratta di un elemento molto significativo sia perché tale valutazione riflette una negoziazione intervenuta, come necessario, tra parti



indipendenti (il relativo valore si può considerare un prezzo di mercato) e l'operazione è assai recente.

Rileviamo, inoltre, che, grosso modo, l'importo coincide con il prezzo pagato nel 1998 da parte della società Alambra S.p.a. per l'acquisto del pacchetto azionario pari al 51%.

A bene vedere, però, questo prezzo d'acquisto iniziale esprime un valore fuorviante perché riferito ad un bene eterogeneo rispetto a quello oggetto della presente valutazione.

Esso, infatti, si riferiva ad un pacchetto azionario rappresentativo solo di una quota parte del valore della DUCATI ENERGIA (51%).

Il valore attribuito alle quote del 51% nel 1998 sottintende, dunque, una valutazione dell'intero pacchetto azionario della DUCATI ENERGIA, ben superiore, che è possibile stimare in circa 33.000.000,00 di euro, assumendo che il prezzo pattuito per il pacchetto di controllo di diritto incorporasse un premio di maggioranza pari al 10%.

Sotto il profilo patrimoniale, inoltre, la "scatola" societaria acquistata per tale prezzo conteneva anche il ramo immobiliare, in una consistenza qualitativa e quantitativa differente rispetto a quella che in occasione della stessa scissione gli è valsa la valutazione di 17.426.000,00 euro, al netto di talune passività (per euro 3.850.000,00). Queste considerazioni inducono a guardare con un certo distacco al valore di carico della partecipazione nella DUCATI ENERGIA, benché esso, casualmente, coincida con il valore, più utile, assegnato alla società in occasione della scissione.

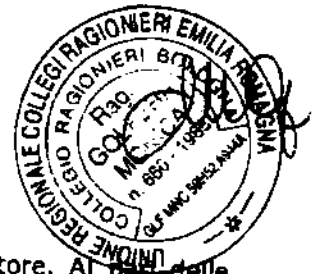
Si segnala, infine, che un terzo parametro di riferimento consiste nel patrimonio netto risultante dal bilancio consolidato di Ducati Energia. Si tratta, come ovvio, di un valore aggiornato (al 31.12.2005 ammonta ad euro 14.400.000,00 e si tratta di un dato post-scissione) ma non espressivo del valore corrente della società.

Da quanto detto discende che, ai nostri fini, rimane attendibile a pieno la sola valutazione "di scissione". Essa, infatti, ha per oggetto la determinazione del valore di mercato della DUCATI ENERGIA, al pari della presente stima che, inoltre, ha preceduto solo di pochi mesi. Tale valore è tanto più significativo in quanto non è figlio di uno sterile esercizio intellettuale, ma è già stato tenuto a battesimo dal mercato. Su di esso, infatti, sono converse le due "fazioni" in cui la base sociale della DUCATI ENERGIA si è divisa, per quantificare i reciproci corrispettivi.

E' bene rammentare, infatti, che la scissione non proporzionale non si è esaurita in una rimodulazione della morfologia del gruppo, fine a sé stessa, avendo fatto da sfondo ad un vero e proprio scambio di quote tra parti con interessi contrapposti.

Il confronto con tale precedente è, pertanto, un passaggio ineludibile per il redattore della presente relazione.

A riguardo osserviamo che le parti sono giunte al valore finale di 18.871.000,00 euro applicando un metodo assai comune nella prassi delle valutazioni aziendali quale il moltiplicatore del Margine Operativo Lordo (acronimo M.O.L.). Si tratta di un criterio che appare, prima facie, di immediata applicazione; facendo leva su poche variabili quali la posizione finanziaria netta, un coefficiente di moltiplicazione ed appunto il M.O.L..



Valore = (M.O.L. * Moltiplicatore) - Posizione Finanziaria Netta

In realtà questa apparente semplicità cela non poche insidie per il valutatore. Al pari delle ricette basate su pochi ingredienti, infatti, questo metodo aziendale rischia di condurre a risultati assai lontani da quelli desiderati se uno solo degli input di partenza è scelto in maniera poco accurata.

Fuori di metafora, ed in termini più rigorosi, può dirsi che la semplice moltiplicazione tra M.O.L. e coefficiente rappresenta soltanto l'ultima fase in cui culmina questo criterio di valutazione. Più a monte si colloca, invece, un procedimento assai più articolato e complesso di progressivo affinamento dei dati di partenza.

Si può avere un' immediato riscontro pratico di quanto appena detto, se si considera che il valore di scissione più volte menzionato, condiviso dalle parti nell'ottobre 2005, è funzione del livello del M.O.L. al 31.12.2004. Ebbene, se si ripete la moltiplicazione immettendo nella formula un valore del M.O.L. appena più aggiornato, al 31.12.2005, si ottiene un risultato completamente diverso, pari ad euro 11.784.000,00 ben inferiore al primo di oltre 7 milioni di euro.

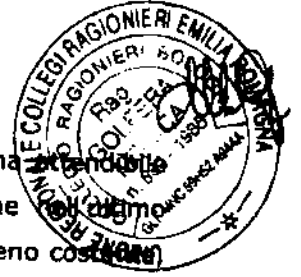
Questa oscillazione così repentina e marcata del valore finale, non essendosi verificati eventi catastrofici nei due mesi che separano la data della prima valutazione (ottobre 2005) dalla seconda (31.12.2005), dovrebbe mettere in guardia il valutatore da un uso troppo sbrigativo e meccanico dello strumento. Secondo un dato acquisito dalla migliore prassi delle valutazioni aziendali, infatti, la affidabilità nel tempo dei risultati di un metodo di valutazione può essere eletta a cartina di tornasole della sua attendibilità. Infatti il percorso logico adottato deve seguire la stella polare dell'essenza economica della società oggetto delle perizia, rifuggendo da suggestioni indotte da elementi transitori ed effimeri.

G) La normalizzazione del M.O.L.

La fase di "raffinazione" dei dati elementari cui accennavamo consiste essenzialmente nella normalizzazione del M.O.L., con l'obiettivo di giungere ad un valore dell'indice che sintetizzi il suo livello medio atteso per il futuro, pur non coincidendo con quello estrapolabile da uno dei bilanci precedenti. In quest'ottica, occorre concentrare l'attenzione sui componenti elementari del M.O.L., espressi, in alternativa, da uno dei seguenti algoritmi:

- M.O.L. atteso = Fatturato atteso - Costi variabili attesi - Costi fissi monetari attesi
- M.O.L. atteso = Reddito operativo atteso + Costi non monetari attesi

La relazione sulla gestione al bilancio consolidato del 2005 contiene una stima esplicita (ed ufficiale) del fatturato per il 2006. Da colloqui e verifiche effettuati con il responsabile amministrativo della società, è inoltre emerso come tale valore possa essere assunto come proiezione prudenziale anche dei risultati economici futuri.



Prendiamo le mosse, pertanto, dal primo degli algoritmi, disponendo di una stima attendibile del suo minuendo. Quanto al primo sottraendo, invece, abbiamo verificato che nel ultimo triennio l'incidenza dei costi variabili rispetto al fatturato si è mantenuta più o meno costante, mostrando una dispersione attorno alla media di appena l'1,9%. Questo dato indica la possibilità di stimare con un basso margine di errore anche il livello atteso dei costi variabili (aggregato che ricomprende gli acquisti per servizi, merci, gli oneri diversi di gestione e la variazione delle rimanenze), assumendolo pari al 70% (incidenza media nel triennio 2003-2005) del fatturato atteso. E così:

- Costi variabili attesi = 70% * € 80.000.000,00 = € 56.026.000,00

Resta, dunque, da stimare il secondo minuendo, rappresentato dai costi fissi monetari. Come accennato, la voce si riferisce in misura preponderante al costo del lavoro. A riguardo, abbiamo verificato da un lato che non sono in corso piani di ampliamento della forza lavoro per i prossimi anni, dall'altro che nell'ultimo triennio, anche per questo aggregato, la dispersione rispetto alla media è stata assai contenuta (di appena € 626.000,00 rispetto ad una media di € 15.925.000,00 pari ad un tasso inferiore al 4%). La stabilità della voce sia a consuntivo che rispetto alle prospettive del gruppo agevola la stima del suo livello futuro, che possiamo senz'altro identificare in € 15.925.000,00 (pari alla media dell'ultimo triennio).

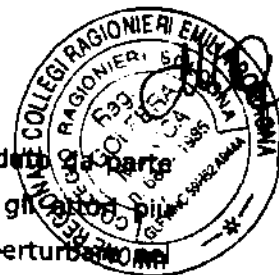
Determinate, una per una, le tre incognite del nostro algoritmo, è possibile indicare il livello medio atteso del M.O.L., ricorrendo alla nota formula:

- M.O.L. normalizzato = € 80.000.000,00 - € 56.026.000,00 - € 15.925.000,00 = € 8.049.000,00

Come evidente dalla tabella allegata, da questo deriva una incidenza del M.O.L., rispetto al fatturato atteso del 10,1%, che mostra una certa continuità rispetto al livello assunto in media dal rapporto (M.O.L./fatturato) nell'ultimo triennio (10,8%).

Risolto il nodo centrale di questo metodo di valutazione (determinazione del M.O.L. atteso), il passaggio successivo consiste nella scelta del coefficiente di moltiplicazione da associargli.

A riguardo può rilevarsi che nella prassi professionale il coefficiente è ricompreso entro una banda di oscillazione i cui estremi sono costituiti dal 3 e dal 7. Più precisamente, si tende a privilegiare i valori più bassi per le imprese di nuova costituzione, che operino in mercati estremamente turbolenti e non abbiano alle spalle una consolidata serie di risultati economici da porre a fondamento per le stime future. Nel caso in esame, in verità, la solidità del marchio e della posizione sul mercato della DUCATI ENERGIA indurrebbero ad attingere dalla fascia alta dell'intervallo. Tuttavia la scrivente intende tener conto dell'elemento di incertezza nelle prospettive reddituali introdotto dal deludente andamento del 2005. Sulla base dei dati del 2006, in verità, si può già escludere che la contrazione del fatturato sia legata a cause



strutturali, essendosi già verificato un pronto recupero di parte del terreno perduto da parte del gruppo DUCATI ENERGIA. L'ultimo anno tuttavia ha provato come anche gli attori più attrezzati del settore siano vulnerabili ad alcune minacce esterne, destinate a perturbare nel lungo periodo gli equilibri competitivi del settore (quali l'aggressiva concorrenza dei produttori del sud-est asiatico e della Cina, la crescente delocalizzazione produttiva dei propri clienti finali). In via prudenziale lo stimatore propende per l'adozione di un valore mediano (5) su cui peraltro è già caduta la scelta delle parti nella valutazione da scissione.

Il valore economico della sezione operativa del gruppo pertanto può essere determinato in euro € 40.247.000 (= M.O.L. atteso * 5).

A questo punto, occorre sottrarre a tale valore l'importo della Posizione finanziaria netta, che può definirsi come l'importo dei debiti di natura finanziaria che il gruppo sarebbe tenuto a rimborsare, al netto delle disponibilità liquide, qualora tutti quelli iscritti in bilancio, in virtù di una finzione giuridica, scadessero alla data della valutazione.

Nell'ultimo triennio questo indice si è attestato su un valore medio di oltre 24.000.000,00 di euro. Ci pare, tuttavia, che la media questa volta non costituisca un buon viatico per la stima del valore atteso futuro. La scrivente ha già spiegato, infatti, come la gestione finanziaria del gruppo sia stata interessata negli ultimi due anni da alcune operazioni che hanno lasciato in dote un migliore rapporto mezzi propri/indebitamento. Le dismissioni immobiliari e la stessa operazione di scissione si sono tradotti in un alleggerimento della situazione debitoria, destinato a permanere nel tempo. L'esposizione finanziaria netta si è infatti ridotta dagli oltre 28.000.000,00 di euro del 2004 ai 17.023.000,00 di euro del 2005. A riguardo è stato tanto opportuno trascurare gli effetti sul reddito d'esercizio delle relative plusvalenze immobiliari, quanto è doveroso tenere conto degli effetti nel tempo di questa ristrutturazione finanziaria. Si adotterà, perciò, il valore dell'indice più agglomerato, relativo al 2005, al netto del quale il valore del capitale economico del gruppo si può finalmente stimare in euro:

€ 23.224.000,00 = (M.O.L. normalizzato * 5) - Posizione Finanziaria Netta attesa

€ 23.224.000,00 = (€ 8.049,00 * 5) - € 17.023.000,00

Valutazione del patrimonio della GMG GROUP S.r.l.

Attività

Partecipazione in F.G.F. Finanziaria Generale Felsinea S.p.a.

Una volta risolto quello che sopra abbiamo definito il principale elemento di complicazione della presente valutazione, possiamo tornare ad occuparci più da vicino del patrimonio della G.M.G GROUP S.r.l. da valutare, come anticipato, tramite la mera somma dei singoli elementi patrimoniali che lo compongono, nell'alveo del cosiddetto metodo patrimoniale semplice.

Si rammenterà che la valutazione della sezione operativa del gruppo - facente capo a Ducati Energia - è stata realizzata proprio con l'obiettivo di trasporre tale valore su uno degli elementi patrimoniali della GMG GROUP S.r.l. e, segnatamente, sulla partecipazione nella F.G.F. S.p.a..

Tale trasposizione in effetti si rivela piuttosto immediata: gli anelli della catena di controllo che si frappongono tra la GMG GROUP S.r.l. e la DUCATI ENERGIA S.p.a., infatti, non contengono alcun elemento patrimoniale che solleciti ulteriori rettifiche di valutazione sulla partecipazione in F.G.F. S.p.a.. La tavola sinottica della composizione qualitativa e quantitativa del patrimonio delle sub-holding controllate, infatti, evidenzia unicamente poste liquide di debito e credito, spesso peraltro relative a rapporti infragruppo, valutabili al valore nominale ed oneri pluriennali capitalizzati. L'unico altro bene in senso stretto, oltre la partecipazione in DUCATI ENERGIA, consiste nella trascurabile partecipazione nella ROBOSINTRIS S.r.l. detenuta dalla F.G.F. S.p.a.. Il valore di tale bene, però, risulta irrilevante, essendo stato stralciato dall'attivo della F.G.F. S.p.a. a seguito della dichiarazione di fallimento della partecipata.

L'unica rettifica da apportare al patrimonio delle controllate dunque risulta quella necessaria per adeguare il valore di carico della partecipazione nella DUCATI ENERGIA - nel bilancio della Alambra S.p.a. pari ad euro 18.600.000,00 - al valore di stima. Questa correzione si traduce nell'iscrizione di una plusvalenza da valutazione di euro 4.624.000,00 (€ 23.224.000,00 - € 18.600.000,00).

Pur ribadendo che la partecipazione nella F.G.F. S.p.a., in sostanza, si esaurisce in un partecipazione indiretta nella DUCATI ENERGIA S.p.a., un travaso pieno della plusvalenza iscritta, dalla partecipazione nella DUCATI ENERGIA (euro 4.624.000,00) a quella nella F.G.F. S.p.a. è, però, impedito dal cosiddetto "effetto di demoltiplicazione" della catena di controllo. La GMG GROUP S.r.l., infatti, condivide la partecipazione indiretta al capitale della DUCATI ENERGIA S.p.a. con la società REDE IMMOBILIARE, costituita dai vecchi soci fuoriusciti dalla DUCATI ENERGIA con l'operazione di scissione ed in possesso di una quota del 37,5% del capitale della sub-holding Alambra S.p.a. (socio totalitario della Ducati Energia S.p.a.), come evidente dal diagramma di gruppo. Una parte del plusvalore, pertanto, va imputata a questo socio di minoranza.

La parte rimanente, invece ($62,5\% * € 4.624.000,00 = € 2.890.000,00$), può senz'altro essere portata ad incremento del costo al quale la partecipazione nella F.G.F. S.p.a. risulta iscritta nel bilancio della GMG GROUP S.p.a.. Il valore finale di questo elemento patrimoniale, pertanto, può determinarsi in euro 10.511.966,00 (costo storico + quota plusvalore).

Di seguito, per completezza, viene fornita una descrizione degli ulteriori elementi presenti nel patrimonio della società oggetto della valutazione al 31.12.2005, anticipando sin d'ora però che per ciascuno di essi il valore di libro coincide con quello corrente.



Crediti verso F.G.F. S.p.a.

In veste di capogruppo del consolidato fiscale, la GMG GROUP S.r.l. si fa carico del versamento delle imposte calcolate sull'imponibile comune. La voce (euro 105.880,00) si riferisce proprio al riaddebito alla controllata/consolidata del carico fiscale ad essa riferibile.

Disponibilità liquide

Si riferiscono all'eccedenza sul conto corrente della società per euro 1.360,00 e, per un euro, al denaro in cassa.

Crediti verso erario

Questi crediti di importo trascurabile sono relativi ad un rimborso atteso a fronte dell'indebitato versamento dell'imposta patrimoniale (31,00 euro) ed a crediti pregressi (euro 310,00).

Passività

Debiti verso F.G.F. S.p.a.

La voce si riferisce ad una linea di credito infruttifera, formalmente a breve, concessa dalla società controllata per euro 5.099.904,00.

Debiti verso soci

In occasione dell'acquisto della controllata F.G.F. S.p.a. i soci hanno erogato un cospicuo finanziamento, il cui saldo residuo da rimborsare in conto capitale ammonta ad euro 2.183.786,00 di cui € 436.757,23 di pertinenza del socio Dott. Giuseppe Gazzoni Frascara.

Debiti verso erario

Il debito (euro 103.956,00) è relativo al carico fiscale di gruppo derivante dall'adesione al consolidato fiscale, in veste di capo gruppo. La voce va letta congiuntamente al credito verso la controllante, più sopra descritto.

Debiti verso fornitori di servizi

I debiti (€ 12.312,00) sono quasi esclusivamente relativi alle fatture non ancora pagate nei confronti della società che si occupa della tenuta della certificazione del bilancio.



Conclusioni

In sintesi il valore del bene di primo grado rappresentato dal patrimonio della G.M.G. GROUP S.r.l. alla data del 31.12.2005 è composto dalle voci analiticamente illustrate nella tabella allegata e può essere determinato in euro 3.219.472,00. Al fine di valutare se ed in che misura tale valore possa essere traslato, pro quota, sul bene di secondo grado (la partecipazione nella G.M.G. GROUP S.r.l.) occorre considerare che l'entità della partecipazione è tale da precludere al possessore la possibilità di avere un ruolo attivo nel processo decisionale della società. Egli, al contrario, è destinato a subire le decisioni assunte dal socio detentore della maggioranza assoluta del capitale (solo ad esempio: nomine degli organi sociali, politiche di distribuzione degli utili, aumenti del capitale, etc...). E' consuetudine, nelle valutazioni estimative, affrontare questo fenomeno riconoscendo un premio di maggioranza sul valore del pacchetto azionario che garantisce il controllo assoluto, bilanciato da un corrispondente sconto di minoranza sulle altre quote. In altre parole, per effetto di questi aggiustamenti a parità del valore complessivo della società, esso viene "ripartito" tra i soci in maniera non proporzionale all'entità delle rispettive quote.

Nel caso in specie, basandoci su evidenze empiriche tratte dalla prassi del settore, la scrivente ritiene congrua l'applicazione di un sconto nella misura del 25%. Il valore delle quote in possesso del socio ' , pertanto, può essere senz'altro determinato secondo la seguente formula:

- Valore capitale economico G.M.G. GROUP S.r.l. * % della quota di partecipazione * (1 - sconto di minoranza)

che in termini numerici riproduce:

$$€ 3.219.472,00 * 20\% * 75\% = € 482.921,00$$

In virtù delle considerazioni che precedono, la scrivente ritiene di poter attestare che il valore di mercato ragionevolmente attribuibile al bene oggetto del pignoramento - partecipazione del 20% nella società G.M.G. GROUP S.r.l. - è pari ad € 482.921,00 (quattrocentottantaduemilanovecentoventuno euro).





5.- RIEPILOGO DELLE CONCLUSIONI

Come da tempestiva comunicazione svolta con istanza depositata all'attenzione della S.V. III ma in data 16.06.2006, le società Ducati Energia S.p.a., Ducati Sistemi S.p.a. e Alambra S.p.a. hanno provveduto a convocare i rispettivi Consiglio di Amministrazione per il prossimo 26.06.2006 aventi tra gli argomenti all'ordine del giorno anche:

- per la società Ducati Energia S.p.a.:

- Progetto di fusione per incorporazione della Ducati Sistemi S.p.a. nella Ducati Energia S.p.a.
- Progetto di fusione inversa per incorporazione della Alambra S.p.a. nella Ducati Energia S.p.a.

- per la società Ducati Sistemi S.p.a.:

- Progetto di fusione per incorporazione della Ducati Sistemi S.p.a. nella Ducati Energia S.p.a.

- per la società Alambra S.p.a.:

- Progetto di fusione inversa per incorporazione della Alambra S.p.a. nella Ducati Energia S.p.a.

Non essendo allo stato ancora in possesso dei progetti di fusione che saranno esaminati dai Consigli di Amministrazione delle rispettive società il giorno 26.06.2006, la scrivente nulla può riferire in merito alle eventuali ripercussioni che tali complesse operazioni societarie possano eventualmente riverberare sulla consistenza della quota oggetto della presente valutazione, rilevando sin d'ora la necessità di aggiornare la S.V. III. ma in prosieguo.

All'esito della articolata esposizione, lo scrivente stimatore intende trarre le seguenti conclusioni:

- Le indagini svolte fanno ritenere che il più probabile valore di realizzo della partecipazione del 20% nella società G.M.G. GROUP S.r.l. oggetto di pignoramento e di proprietà del _____, possa coincidere con l'importo di € 482.921,00 (quattrocentottantaduemilanovecentoventuno euro) scaturito all'esito delle operazioni eseguite e descritte;
- L'importo sopra indicato può ritenersi coincidente con il prezzo di possibile messa in vendita;


Alla presente non è possibile allegare la documentazione esaminata dallo stimatore, analiticamente descritta alle precedenti pagine, e ciò in considerazione dell'importante volume

della stessa. La documentazione resta ovviamente a disposizione presso lo studio della scrivente per ogni necessità di consultazione da parte degli interessati.

La scrivente, ritenendo di aver risposto in scienza e coscienza al quesito posto dalla S.V. III. ma, resta a disposizione per ogni eventuale necessità di chiarimenti mentre, ringraziando per la fiducia accordata, si prega porgere i più deferenti ossequi.

Bologna, li 26 giugno 2006

Rag. Monica Golferà



The image shows a handwritten signature in black ink, which appears to be 'M. Golferà'. To the right of the signature is a circular professional stamp. The stamp contains the following text: 'UNIONE REGIONALE COLLEGI RAGIONIERI EMILIA ROMAGNA' around the perimeter, 'COLLEGIO RAGIONIERI BOLOGNA' in the center, and 'Rag. MONICA GOLFERÀ n. 680 - 1985' in the middle. At the bottom of the stamp, it reads 'GLF MNC 50462 A944A' and there is a small star symbol at the very bottom.

ALLEGATI:

- 1) Bilancio individuale e consolidato completo di relazioni Ducati Energia S.p.a. 31.12.2005
- 2) Bilancio individuale e consolidato completo di relazioni G.M.G. GROUP S.r.l. 31.12.2005
- 3) Comunicazione 13.06.2006 G.M.G. GROUP S.r.l.
- 4) Comunicazione 19.06.2006 Ducati Energia S.p.a.
- 5) Prospetto di riclassificazione a valore assoluto dati bilancio consolidato Ducati Energia S.p.a. anni 2003 - 2004 e 2005
- 6) Prospetto valutazione Ducati Energia S.p.a.
- 7) Sinossi situazione patrimoniale 2005 F.G.F. S.p.a. e Alambra S.p.a.
- 8) Sinossi situazione patrimoniale 2005 G.M.G. GROUP S.r.l. e valore delle quote del socio

STRUTTURA DEL GRUPPO

