



DOCUMENTO INFORMATIVO

redatto ai sensi degli articoli 71 e 71-*bis*, del Regolamento di attuazione del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti adottato con deliberazione Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche e integrazioni

relativo all'operazione di

CONFERIMENTO DEL RAMO D'AZIENDA "*BUSINESS UNIT DRIVELINE*"

da parte di

CARRARO S.P.A.

E

CARRARO INTERNATIONAL S.A.

a favore di

CARRARO DRIVE TECH S.P.A.

CARRARO S.P.A.

Sede in via Olmo n. 37 - Campodarsego (PD)

Capitale sociale: Euro 21.840.000 i. v.

Reg. Imprese e Codice Fiscale n. 00202040283 - Rea 84033

14 luglio 2008

INDICE

1.	AVVERTENZE.	6
1.1	Rischi connessi a potenziali rischi di conflitto di interesse relativi al Conferimento.	6
1.2	Rischi e incertezze che possano condizionare in misura significativa l'attività dell'Emittente derivanti dal Conferimento.....	7
2.	INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE.....	8
2.1.	Modalità e termini dell'operazione	8
2.1.1	Sintesi delle modalità e dei termini dell'operazione.	8
2.1.2	Indicazione delle parti correlate con cui il Conferimento è stato posto in essere, del relativo grado di correlazione, della natura e della portata degli interessi di tali parti nel Conferimento.	9
2.1.3	Descrizione delle attività e società oggetto del Conferimento.....	9
2.1.3.1	Descrizione del ramo d'azienda conferito da Carraro in Carraro Drive Tech.	9
2.1.3.2	Descrizione delle società le cui partecipazioni sono oggetto di conferimento da Carraro International in Carraro Drive Tech.....	12
2.1.4	Modalità, condizioni e termini del Conferimento e criteri seguiti per la determinazione del valore del Conferimento.	15
2.1.5	Indicazione della compagine azionaria dell'emittente conferente e di Carraro Drive Tech e del soggetto controllante ai sensi dell'articolo 93 TUF a seguito dell'aumento di capitale in natura.	19
2.1.6.	Eventuali variazioni sull'ammontare dei compensi dei componenti dell'organo di amministrazione di Carraro e/o delle società controllate per effetto del Conferimento	19
2.2.	Motivazioni e finalità dell'operazione.	19
2.2.1	Motivazioni dell'operazione con particolare riguardo agli obiettivi gestionali.....	19
2.3.	Rapporti con la società oggetto dell'operazione.	20
2.3.1	Rapporti significativi tra Carraro e Carraro Drive Tech.....	20
2.4	Documenti a disposizione del pubblico.....	21
2.4.1	Luoghi in cui possono essere consultati i documenti a disposizione del pubblico.....	21
3.1.	Effetti significativi del Conferimento sui fattori chiave che influenzano e caratterizzano l'attività dell'Emittente nonché sulla tipologia di business svolta da quest'ultima.	22
4.	DATI ECONOMICI E PATRIMONIALI PRO-FORMA DELL'EMITTENTE	23
4.1	Descrizione degli effetti pro-forma.	23
5.	PROSPETTIVE DELL'EMITTENTE E DEL GRUPPO AD ESSA FACENTE CAPO.....	26
5.1	Indicazioni generali sull'andamento degli affari successivamente al 31 dicembre 2007	26

5.1.1	Indicazione delle tendenze più significative registrate nell'andamento della produzione, delle vendite, delle scorte e del volume delle ordinazioni.....	26
5.1.2	Indicazione delle recenti tendenze manifestatesi nell'evoluzione dei costi e dei prezzi di vendita	27
5.1.3	Evoluzione della struttura finanziaria	27
5.2	Elementi di informazione in relazione alla ragionevole previsione dei risultati dell'esercizio in corso	27
ALLEGATI		28
1.	Relazione peritale di stima redatta dal Prof. Marco Reboa ai sensi dell'articolo 2343, 1° comma, codice civile relativa al conferimento del ramo d'azienda c.d. Business Unit Drivelines da parte di Carraro a favore Carraro Drive Tech.	28
2.	Relazione peritale di stima redatta dal Prof. Marco Reboa ai sensi dell'articolo 2343, 1° comma, codice civile relativa al conferimento delle partecipazioni possedute da Carraro International nelle società F.O.N. Fabryka Osi Napedowych S.A., Carraro China Drive Systems Co. Ltd., Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd. e Carraro Qingdao Trading Co. Ltd e conferite a Carraro Drive Tech.	28

PREMESSA.

- A.** Il presente documento informativo (il “**Documento Informativo**”) è stato redatto e viene pubblicato - ai sensi e per gli effetti degli articoli 71 e 71-*bis* del Regolamento di attuazione del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti adottato con deliberazione Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche e integrazioni (il “**Regolamento Emittenti**”) - da Carraro S.p.A. (“**Carraro**”, o “**Emittente**”), con sede legale in Campodarsego (PD), via Olmo n. 37, società le cui azioni sono quotate sul Mercato Telematico Azionario, organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., al fine di fornire un quadro informativo relativo all’operazione di conferimento del ramo d’azienda denominato “*Business Unit Drivelines*”, afferente alla produzione e commercializzazione di sistemi di trasmissione per applicazioni *on* e *off highway*, da Carraro e di conferimento di partecipazioni attive nella medesima *business unit* da Carraro International S.A. (“**Carraro International**”), società il cui capitale sociale è posseduto da Carraro al 99,99%, a favore della società Carraro Drive Tech S.p.A (“**Carraro Drive Tech**”), costituita in data 4 giugno 2008 con un capitale, in tale data, pari a Euro 120.000, interamente posseduto da Carraro.
- B.** L’operazione di conferimento del ramo d’azienda denominato *Business Unit Drivelines* da Carraro e delle partecipazioni attive nella medesima *business unit* da Carraro International a favore di Carraro Drive Tech oggetto del presente Documento Informativo (il “**Conferimento**”) è stata approvata dal Consiglio di Amministrazione di Carraro in data 16 giugno 2008 e dal Consiglio di Amministrazione di Carraro International in data 20 giugno 2008 e rientra nel progetto di riorganizzazione del gruppo facente capo a Carraro (il “**Gruppo Carraro**”) volto ad adeguare l’attuale struttura societaria del Gruppo Carraro a un nuovo modello di gestione e controllo che prevede la separazione delle quattro aree di *business* in cui il Gruppo Carraro opera attualmente (*Drivelines, Components, Vehicles* e *Power Controls*).

In sintesi, il Conferimento prevede:

- (a) il conferimento da parte di Carraro in Carraro Drive Tech del ramo d’azienda di Carraro rappresentato da: (i) l’insieme di attività e passività afferenti alla c.d. “*Business Unit Drivelines*”; (ii) le partecipazioni possedute dalla stessa Carraro nelle società del Gruppo Carraro attive nella medesima area di *business*;
- (b) il conferimento da parte di Carraro International in Carraro Drive Tech delle partecipazioni possedute da Carraro International nelle società del Gruppo Carraro attive nella c.d. “*Business Unit Drivelines*”.

Ad esito del Conferimento si prevede che Carraro Drive Tech risulterà partecipata da Carraro e Carraro International nella misura, rispettivamente, del 51% circa e del 49% circa del capitale sociale.

Il Conferimento, pur configurandosi quale operazione complessivamente unitaria, verrà attuato in due distinte fasi, e precisamente:

- (a) nella prima fase, che è stata attuata in data 27 giugno 2008 con atto a rogito notaio Carlo Alberto Busi di Padova (Rep. n. 15.914, Racc. n. 8.003), con effetto dal 1° luglio 2008 (la “**Prima Fase del Conferimento**”):
 - Carraro ha conferito a Carraro Drive Tech la quasi totalità delle attività afferenti alla c. d. “*Business Unit Drivelines*” (in particolare, impianti, macchinari, attrezzature, magazzini, mezzi di trasporto, carico e sollevamento, diritti di brevetto, tecnologie industriali, risorse umane e rapporti contrattuali), nonché le partecipazioni possedute da Carraro nelle società controllate A. E. S.r.l. e Carraro Argentina S.A. pari, rispettivamente, al 90% e al 99,94% del capitale sociale;
 - Carraro International ha conferito a Carraro Drive Tech le partecipazioni

possedute da Carraro International nelle società F.O.N. Fabryka Osi Napedowych S.A., Carraro China Drive Systems Co. Ltd., Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd. e Carraro Qingdao Trading Co. Ltd. pari, rispettivamente, al 90,67%, 100%, 100% e 100% del capitale sociale;

- a fronte dei predetti conferimenti l'Assemblea straordinaria di Carraro Drive Tech del 27 giugno 2008 ha deliberato un aumento di capitale a titolo oneroso da Euro 120.000 a Euro 11.205.389, e quindi per complessivi Euro 11.085.389, che è stato sottoscritto da Carraro per Euro 1.113.138 e da Carraro International per Euro 9.972.251;
- (b) nella seconda fase, che verrà attuata entro la fine del 2008 (la “**Seconda Fase del Conferimento**”) Carraro conferirà (previo acquisto del 49% di Carraro India Ltd da Carraro International) il 100% del capitale sociale di Carraro India e Carraro Drive Tech delibererà, a fronte del conferimento del 100% di Carraro India da parte di Carraro, un aumento di capitale pari a Euro 24.652.902; Carraro Drive Tech delibererà un ulteriore aumento di capitale a favore di Carraro International (che verrà sottoscritto da quest'ultima in denaro) pari a Euro 14.900.000. Al termine del Conferimento, Carraro Drive Tech sarà partecipata da Carraro e da Carraro International nella misura rispettivamente del 51% e del 49% del capitale sociale.

Il Conferimento configura un'operazione fra parti correlate ai sensi dell'articolo 2, lett. h), del Regolamento Emittenti e del principio contabile internazionale IAS 24, in quanto Carraro, direttamente e indirettamente, controlla Carraro Drive Tech, società beneficiaria del Conferimento.

- C.** Il Conferimento è stato realizzato a valori contabili in regime di neutralità fiscale con la conseguenza che, a livello consolidato, il suo perfezionamento: *(i)* non ha generato alcuna plusvalenza né minusvalenza e *(ii)* non ha determinato alcun effetto sul patrimonio netto né sulla posizione finanziaria netta.
- D.** Il presente Documento Informativo è conforme all'Allegato 3B schemi nn. 3 e 4 del medesimo Regolamento Emittenti.

1. AVVERTENZE.

1.1 Rischi connessi a potenziali rischi di conflitto di interesse relativi al Conferimento.

- 1.1.1. Il Conferimento configura un'operazione con parti correlate, in quanto Carraro, direttamente e indirettamente, controlla Carraro Drive Tech.

Il Conferimento ha comportato, quindi, un potenziale rischio di conflitto di interessi relativamente al valore da attribuire al ramo d'azienda denominato *Business Unit Drivelines* oggetto di conferimento da parte di Carraro e al valore da attribuire alle partecipazioni oggetto di conferimento da parte di Carraro International. A tale riguardo il Tribunale di Padova, su ricorso presentato, ai sensi dell'articolo 2343 del codice civile, congiuntamente da Carraro e Carraro International in data 24 gennaio 2008, ha nominato in data 1° marzo 2008 il Prof. Marco Reboa, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti di Milano e nel Registro dei Revisori Contabili (l'“Esperto”), affinché provvedesse a periziare il valore dei beni oggetto di Conferimento da parte di Carraro e di Carraro International a favore di Carraro Drive Tech.

In data 20 giugno 2008 il Tribunale di Padova ha integrato il decreto di nomina dell'Esperto emesso il 1° marzo 2008, precisando - tra l'altro - che il Conferimento potrà avvenire in più fasi e quindi mediante deliberazione da parte di Carraro Drive Tech di più aumenti di capitale e più precisamente con una prima fase costituita da due conferimenti e due relative perizie e una ulteriore fase per la quale sarà redatta un'ulteriore perizia, fatta comunque salva l'unitarietà del Conferimento di cui all'originario provvedimento di nomina.

In data 26 giugno 2008 l'Esperto ha rilasciato le proprie perizie, ai sensi dell'articolo 2343 del codice civile, in merito al valore dei conferimenti effettuati da Carraro e da Carraro International in favore di Carraro Drive Tech nella Prima Fase del Conferimento e ha attestato che:

- (i) *“ai sensi e per gli effetti di cui al primo comma dell'art. 2343 del codice civile, che il valore del ramo d'azienda destinato ad essere conferito in Carraro Drive Tech SpA da parte di Carraro SpA è almeno pari al valore dell'aumento di capitale al servizio del conferimento in via di esecuzione da parte di Carraro Drive Tech SpA fissato in 1.113.138 Euro, comprensivo di eventuale sovrapprezzo”*.
- (ii) *“ai sensi e per gli effetti di cui al primo comma dell'art. 2343 del codice civile, che il valore delle partecipazioni destinate ad essere conferite in Carraro Drive Tech SpA da parte di Carraro International SA è almeno pari al valore dell'aumento complessivo di capitale fissato in 9.972.251 Euro, comprensivo dell'eventuale sovrapprezzo”*;

L'Esperto, in conformità ai provvedimenti emanati dal Tribunale di Padova in data 1° marzo e 20 giugno 2008, provvederà altresì a periziare i beni che verranno conferiti da Carraro nella Seconda Fase del Conferimento, la quale verrà attuata entro la fine dell'anno.

- 1.1.2 Per completezza, si segnala che i signori Enrico Carraro e Carlo Borsari, rispettivamente Vice Presidente e Amministratore Delegato di Carraro, ricoprono altresì rispettivamente la carica di Presidente e Amministratore Delegato di Carraro Drive Tech.

Nella riunione del Consiglio di Amministrazione di Carraro del 16 giugno 2008, convocata per deliberare sul Conferimento, i signori Enrico Carraro e Carlo Borsari hanno comunicato al Consiglio di Amministrazione e al Collegio Sindacale di Carraro, ai sensi dell'articolo 2391 del codice civile, che essi ricoprono rispettivamente la carica di Presidente e Amministratore Delegato di Carraro Drive Tech e che, pertanto, potrebbero essere ritenuti avere un interesse per conto di quest'ultima nel Conferimento.

Nella medesima riunione del 16 giugno 2008 il Consiglio di Amministrazione di Carraro ha

valutato le ragioni di convenienza dell'operazione e tra l'altro ha deliberato, all'unanimità, di approvare il progetto di riorganizzazione del Gruppo Carraro e di conferire ai signori Mario ed Enrico Carraro, rispettivamente Presidente e Vice Presidente di Carraro, tra loro disgiuntamente, tutti i poteri utili o necessari al fine di realizzare l'operazione di Conferimento.

1.2 Rischi e incertezze che possano condizionare in misura significativa l'attività dell'Emittente derivanti dal Conferimento

L'operazione di Conferimento non genera rischi o incertezze che possano condizionare l'attività dell'Emittente, in quanto la conferitaria Carraro Drive Tech è controllata, direttamente e indirettamente (attraverso Carraro International), dall'Emittente.

2. INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE.

2.1. Modalità e termini dell'operazione

2.1.1 Sintesi delle modalità e dei termini dell'operazione.

1. L'operazione oggetto del Documento Informativo è il conferimento del ramo d'azienda denominato *Business Unit Drivelines* da Carraro e il conferimento delle partecipazioni attive nella medesima *business unit* da Carraro International, società il cui capitale sociale è posseduto da Carraro al 99,99%, a favore della società Carraro Drive Tech, costituita in data 4 giugno 2008 con un capitale, in tale data, pari a Euro 120.000, interamente posseduto da Carraro.
2. Il Conferimento è stato approvato dal Consiglio di Amministrazione di Carraro in data 16 giugno 2008 e rientra nel progetto di riorganizzazione del Gruppo Carraro volto ad adeguare l'attuale struttura societaria del Gruppo Carraro a un nuovo modello di gestione e controllo che prevede la separazione delle quattro aree di *business* in cui il Gruppo Carraro opera attualmente (*Drivelines, Components, Vehicles e Power Controls*).

In sintesi, il Conferimento prevede:

- (a) il conferimento da parte di Carraro in Carraro Drive Tech del ramo d'azienda di Carraro rappresentato da: (i) l'insieme di attività e passività afferenti alla c.d. "*Business Unit Drivelines*"; (ii) le partecipazioni possedute dalla stessa Carraro nelle società del Gruppo Carraro attive nella medesima area di *business*;
- (b) il conferimento da parte di Carraro International in Carraro Drive Tech delle partecipazioni possedute da Carraro International nelle società del Gruppo Carraro attive nella c.d. "*Business Unit Drivelines*".

Ad esito del Conferimento si prevede che Carraro Drive Tech risulterà partecipata da Carraro e Carraro International nella misura, rispettivamente, del 51% circa e del 49% circa del capitale sociale.

3. Il Conferimento, pur configurandosi quale operazione complessivamente unitaria, verrà attuato in due distinte fasi, e precisamente:
 - (a) nella Prima Fase del Conferimento, che è stata attuata in data 27 giugno 2008 con atto a rogito notaio Carlo Alberto Busi di Padova (Rep. n. 15.914, Racc. n. 8.003), con effetto dal 1° luglio 2008:
 - Carraro ha conferito a Carraro Drive Tech la quasi totalità delle attività afferenti alla c. d. "*Business Unit Drivelines*" (in particolare, impianti, macchinari, attrezzature, magazzini, mezzi di trasporto, carico e sollevamento, diritti di brevetto, tecnologie industriali, risorse umane e rapporti contrattuali), nonché le partecipazioni possedute da Carraro nelle società controllate A.E. S.r.l. e Carraro Argentina S.A. pari, rispettivamente al 90% e al 99, 94% del capitale sociale;
 - Carraro International ha conferito a Carraro Drive Tech le partecipazioni possedute da Carraro International nelle società F.O.N. Fabryka Osi Napedowych S.A., Carraro China Drive Systems Co. Ltd., Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd. e Carraro Qingdao Trading Co. Ltd. pari, rispettivamente al 90,67%, 100%, 100% e 100% del capitale sociale;
 - a fronte dei predetti conferimenti l'Assemblea straordinaria di Carraro Drive Tech del 27 giugno 2008 ha deliberato un aumento di capitale a titolo oneroso da Euro

120.000 a Euro 11.205.389, e quindi per complessivi Euro 11.085.389, che è stato sottoscritto da Carraro per Euro 1.113.138 e da Carraro International per Euro 9.972.251;

(b) nella seconda fase, che verrà attuata entro la fine dell'anno (la “**Seconda Fase del Conferimento**”) Carraro conferirà (previo acquisto del 49% di Carraro India Ltd da Carraro International) il 100% del capitale sociale di Carraro India e Carraro Drive Tech delibererà, a fronte del conferimento del 100% di Carraro India da parte di Carraro, un aumento di capitale pari a Euro 24.652.902; Carraro Drive Tech delibererà un ulteriore aumento di capitale a favore di Carraro International (che verrà sottoscritto da quest'ultima in denaro) pari a Euro 14.900.000. Al termine del Conferimento, Carraro Drive Tech sarà partecipata da Carraro e da Carraro International nella misura rispettivamente del 51% e del 49% del capitale sociale.

4. Per quanto attiene alla migliore identificazione degli elementi patrimoniali conferiti si precisa che, nell'ambito dei beni che sono conferiti da Carraro a Carraro Drive Tech con il Conferimento, non sono compresi :

- (i) i terreni e i fabbricati degli stabilimenti afferenti all'area di business *Drivelines* e precisamente gli stabilimenti ed annessi uffici siti in Campodarsego (PD), Rovigo e Gorizia;
- (ii) il marchio “Carraro”;
- (iii) il *know-how* ingegneristico progettuale.

L'impiego di tali beni da parte di Carraro Drive Tech sarà regolato da contratti di locazione (per i terreni e i fabbricati) e da contratti di licenza (per il marchio “Carraro” e il *know-how* ingegneristico-progettuale) disciplinati a condizioni di mercato.

5. In esito al Conferimento resteranno in capo a Carraro: (i) la gestione delle funzioni di indirizzo strategico, controllo, coordinamento delle singole unità di *business* del Gruppo Carraro; (ii) lo svolgimento delle attività riguardanti la gestione dei rischi e la gestione finanziaria delle singole società del Gruppo Carraro; (iii) la progettazione e produzione di macchine agricole, attività che verrà svolta attraverso il complesso aziendale denominato “Agritalia”, gestito dalla Carraro in virtù di un contratto di affitto d'azienda stipulato con Agritalia S.p.A in data 29 maggio 2005.

2.1.2 Indicazione delle parti correlate con cui il Conferimento è stato posto in essere, del relativo grado di correlazione, della natura e della portata degli interessi di tali parti nel Conferimento.

Il Conferimento costituisce un'operazione fra parti correlate ai sensi dell'articolo 2, lett. h), del Regolamento Emittenti e del principio contabile internazionale IAS 24, in quanto Carraro, direttamente e tramite Carraro International, controlla Carraro Drive Tech.

2.1.3 Descrizione delle attività e società oggetto del Conferimento.

Di seguito si fornisce una descrizione delle attività, delle passività e delle società che formano oggetto del Conferimento.

2.1.3.1 Descrizione del ramo d'azienda conferito da Carraro in Carraro Drive Tech.

2.1.3.1.1 Descrizione dei beni conferiti da Carraro in Carraro Drive Tech nella Prima Fase del Conferimento.

Il perimetro patrimoniale del ramo d'azienda conferito da Carraro in Carraro Drive Tech nella Prima Fase del Conferimento è composto dalle seguenti attività e passività:

- (i) impianti, macchinari, attrezzature industriali e commerciali e altri beni iscritti a bilancio;
- (ii) brevetti, concessioni, licenze e altre condizioni produttive immateriali, siano essi iscritti o non iscritti a bilancio (quale, a mero titolo esemplificativo, il *know-how* tecnico-produttivo);
- (iii) le partecipazioni possedute da Carraro nelle società controllate A.E. S.r.l. e Carraro Argentina S.A. (afferenti alla c.d. *Business Unit Drivelines*), pari, rispettivamente al 90% e al 99,94% del capitale di dette società;
- (iv) magazzino, materie prime, semilavorati e prodotti finiti;
- (v) crediti verso la clientela, debiti di fornitura e altre partite creditorie e debitorie operative del capitale circolante;
- (vi) la “posizione finanziaria netta”, costituita dai debiti finanziari verso banche e Carraro International, al netto delle attività finanziarie;
- (vii) fondi per rischi e oneri correlati ai beni trasferiti, principalmente rappresentati da fondi per “garanzia prodotti”;
- (viii) imposte differite passive ed attive, limitatamente a quelle relative a “differenze temporanee” di tassazione sulle voci contabili trasferite;
- (ix) contratti di lavoro dipendente relativi a tutto il personale di Carraro (unitamente ai connessi debiti per Trattamento di Fine Rapporto e di altro tipo), con esclusione dei contratti e delle voci patrimoniali relativi ad un numero limitato di dipendenti che rimarranno occupati presso Carraro nei servizi amministrativi e di governo del Gruppo Carraro.

Per quanto attiene alla migliore identificazione degli elementi patrimoniali conferiti si precisa che nell'ambito dei beni che sono conferiti da Carraro a Carraro Drive Tech con il Conferimento, non sono compresi :

- (i) i terreni e i fabbricati degli stabilimenti afferenti all'area di business *Drivelines* e precisamente gli stabilimenti ed annessi uffici siti in Campodarsego (PD), Rovigo e Gorizia;
- (ii) il marchio “Carraro”;
- (iii) il *know-how* ingegneristico progettuale.

L'impiego di tali beni sarà regolato da contratti di locazione (per i terreni e i fabbricati) e da contratti di licenza (per il marchio “Carraro” e il *know-how* ingegneristico progettuale), disciplinati a condizioni di mercato.

Di seguito si fornisce la descrizione delle società A.E. S.r.l. e Carraro Argentina S.A., le cui partecipazioni, pari, rispettivamente, al 90% e al 99,94% del capitale sociale, sono state oggetto di conferimento da parte di Carraro a favore di Carraro Drive Tech.

A. E. S.r.l.

La società A.E. S.r.l., con sede legale in Castello d'Argile (BO) via Provinciale Nord n. 45, ha come oggetto sociale l'esercizio di attività di lavorazioni meccaniche in genere e montaggio per conto terzi. Al 31 dicembre 2007 la società impiegava 63 dipendenti.

Si riporta qui di seguito un breve prospetto contenente alcuni dati economico finanziari relativi a A.E. S.r.l. al 31 dicembre 2007

(i valori espressi sono in migliaia di Euro)

Attività		Passività	
Attivo corrente	16.312	Passivo Corrente	15.012
		Passivo non corrente	987
Attivo non corrente	979	Totale Passivo	15.999
		Patrimonio Netto	1.292
Totale Attivo	17.291	Totale Passivo e Patrimonio netto	17.291

Nel corso dell'esercizio 2007 A.E. S.r.l. ha realizzato un fatturato pari a 29.983 migliaia di Euro, ottenendo un utile di esercizio pari a Euro 692 migliaia.

Carraro Argentina S.A. La società Carraro Argentina, con sede legale in Haedo, Provincia di Buenos Aires (Argentina), Valentin Gomez n. 577, ha come oggetto sociale la produzione e commercializzazione di assali, trasmissioni e loro componenti per macchine agricole, movimento terra ed automobili. Al 31 dicembre 2007 la società impiegava 402 dipendenti.

Si riporta qui di seguito un breve prospetto contenente alcuni dati economico finanziari relativi a Carraro Argentina S.A. al 31 dicembre 2007

(i valori espressi sono in migliaia di Euro)

Attività		Passività	
Attivo corrente	29.959	Passivo Corrente	18.083
		Passivo non corrente	2.474
Attivo non corrente	15.890	Totale Passivo	20.557
		Patrimonio Netto	25.292
Totale Attivo	45.849	Totale Passivo e Patrimonio netto	45.849

Nel corso dell'esercizio 2007 Carraro Argentina S.A. ha realizzato nelle aree di *business Drivelines* e *Gear and Components* un fatturato complessivo pari a 63.258 migliaia di Euro ottenendo un utile di esercizio pari a 2.071 migliaia di Euro.

2.1.3.1.2 Descrizione dei beni che verranno conferiti da Carraro in Carraro Drive Tech nella Seconda Fase del Conferimento.

Come specificato *sub* 2.1 Carraro, nella Seconda Fase del Conferimento che verrà attuata entro la fine del 2008 conferirà in Carraro Drive Tech l'intera partecipazione posseduta in Carraro India, pari al 100% del capitale sociale, previo acquisto da Carraro International del 49% di Carraro India.

Qui di seguito si fornisce una descrizione di Carraro India la cui integrale partecipazione sarà oggetto di conferimento.

La società Carraro India Ltd., con sede legale in 412210 Pune, B2/2 MIDC Ind. Area, Ranjangaon, India, ha come oggetto sociale lo sviluppo, la produzione e commercializzazione di assali, trasmissioni, frizioni e loro componenti per macchine agricole e movimento terra. Al 31 dicembre 2007 la società impiegava 252 dipendenti.

Si riporta qui di seguito un breve prospetto contenente alcuni dati economico finanziari relativi a Carraro India Ltd. al 31 dicembre 2007

(i valori espressi sono in migliaia di Euro)

Attività		Passività	
Attivo corrente	29.638	Passivo Corrente	31.934
		Passivo non corrente	1.818
Attivo non corrente	12.079	Totale Passivo	33.752
		Patrimonio Netto	7.965
Totale Attivo	41.717	Totale Passivo e Patrimonio netto	41.717

Nel corso dell'esercizio 2007 Carraro India Ltd. ha realizzato un fatturato complessivo pari a 43.153 migliaia di Euro ottenendo un utile di esercizio pari a 2.811 migliaia di Euro.

2.1.3.2 Descrizione delle società le cui partecipazioni sono oggetto di conferimento da Carraro International in Carraro Drive Tech

Il perimetro delle attività conferite da Carraro International è costituito dalle partecipazioni possedute da Carraro International nelle società F.O.N. Fabryka Osi Napedowych S.A., Carraro China Drive Systems Co. Ltd., Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd. e Carraro Qingdao Trading Co. Ltd. pari, rispettivamente al 90,67%, 100%, 100% e 100% del capitale sociale di tali società.

Qui di seguito si fornisce una descrizione delle società le cui partecipazioni sono oggetto del Conferimento.

F.O.N. Fabryka Osi Napedowych S.A

La società F.O.N. Fabryka Osi Napedowych S.A., con sede legale in Radomsko (Polonia), Ul. Krasickiegp 63/71, ha come oggetto sociale la fabbricazione di generatori elettrici, assali rigidi e torsionali per mezzi di trasporto, turbine idroelettriche, nonché il commercio all'ingrosso e al dettaglio di tali prodotti sul mercato domestico e su quello internazionale. Al 31 dicembre 2007 la società impiegava 190 dipendenti.

Si riporta qui di seguito un breve prospetto contenente alcuni dati economico finanziari relativi a F.O.N. Fabryka Osi Napedowych S.A. al 31 dicembre 2007.

(I valori espressi sono i migliaia di Euro)

Attività		Passività	
Attivo corrente	36.855	Passivo Corrente	36.364
		Passivo non corrente	7.792
Attivo non corrente	11.573	Totale Passivo	44.156
		Patrimonio Netto	4.272
Totale Attivo	48.428	Totale Passivo e Patrimonio netto	48.428

Nel corso dell'esercizio 2007 la società F.O.N. Fabryka Osi Napedowych S.A. ha realizzato un fatturato complessivo di 71.384 migliaia di Euro con un utile pari a 1.599 migliaia di Euro.

Carraro China Drive Systems Co. Ltd.

La società Carraro China Drive Systems Co. Ltd.; con sede legale nel Jihongtan Subdistrict, Qingda Industry Park, Chengyang District, Qingdao, Provincia di Shandong, Cina; è stata costituita il 19 gennaio 2007. La società ha come oggetto sociale lo sviluppo, la progettazione e la costruzione di componenti chiave per macchine quali sistemi di trasmissione, assali, scatole di cambio, ingranaggi ed altri componenti chiave per macchine.

Si riporta qui di seguito un breve prospetto contenente alcuni dati economico finanziari relativi a Carraro China Drive Systems Co. Ltd. al 31 dicembre 2007.

(I valori espressi sono i migliaia di Euro)

Attività		Passività	
Attivo corrente	3.705	Passivo Corrente	7.939
		Passivo non corrente	-
Attivo non corrente	10.674	Totale Passivo	7.939
		Patrimonio netto	6.440
Totale Attivo	14.379	Totale Passivo e Patrimonio netto	14.379

Nel suo primo esercizio di attività Carraro China Drive Systems Co. Ltd. ha realizzato un fatturato complessivo di 294 migliaia di Euro, con una perdita di 699 migliaia di Euro, dovuta principalmente agli oneri di *start-up*.

Si precisa che è attualmente in corso un processo di fusione per incorporazione tra la società Carraro China Drive Systems Co. Ltd. e la società Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd., processo che dovrebbe concludersi entro la fine dell'esercizio in corso.

Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd

La società Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd., con sede legale in West of Kun Lun Shan Road, Qingdao Economic and Technical Development Area, Provincia di Shandong, Cina, ha come oggetto sociale lo sviluppo, la progettazione, la costruzione di componenti tecnologici chiave per macchine, quali i sistemi di trasmissione e altri componenti da utilizzare nei veicoli stradali. Al 31 dicembre 2007 la società impiegava 139 dipendenti.

Si riporta qui di seguito un breve prospetto contenente alcuni dati economico finanziari relativi a Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd. al 31 dicembre 2007.

(I valori espressi sono i migliaia di Euro)

Attività		Passività	
Attivo corrente	6.691	Passivo Corrente	5.867
		Passivo non corrente	-
Attivo non corrente	1.356	Totale Passivo	5.867
		Patrimonio netto	2.180
Totale Attivo	8.047	Totale Passivo e Patrimonio netto	8.047

Nel corso dell'esercizio 2007 Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd. ha realizzato un fatturato complessivo di 13.318 migliaia di Euro, con un utile di 1.154 migliaia di Euro.

Si precisa che è attualmente in corso un processo di fusione per incorporazione tra la società Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd e la società Carraro China Drive Systems Co. Ltd., processo che dovrebbe concludersi entro la fine dell'esercizio in corso.

Carraro Qingdao Trading Co. Ltd.

La società Carraro Qingdao Trading Co. Ltd., con sede in Qingdao Duty Free Zone, Provincia di Shandong, è stata costituita il 23 novembre 2005. La società ha come oggetto sociale il commercio (*import ed export*) di macchinari, attrezzature e materiali e la fornitura di consulenza tecnica.

Si riporta qui di seguito un breve prospetto contenente alcuni dati economico finanziari relativi a Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd al 31 dicembre 2007.

(I valori espressi sono i migliaia di Euro)

Attività		Passività	
Attivo corrente	2.354	Passivo Corrente	2.414
		Passivo non corrente	-
Attivo non corrente	234	Totale Passivo	2.414
		Patrimonio netto	174
Totale Attivo	2.588	Totale Passivo e Patrimonio netto	2.588

Si segnala che nel corso dell'esercizio 2007 la società Carraro Qingdao Trading Co. Ltd. ha realizzato un fatturato complessivo pari a 5.148 migliaia di Euro, con un utile netto di 22 migliaia di Euro.

2.1.4 **Modalità, condizioni e termini del Conferimento e criteri seguiti per la determinazione del valore del Conferimento.**

2.1.4.1 Modalità, condizioni e termini del Conferimento e relative forme e tempi di pagamento/incasso.

Si veda quanto descritto nel precedente Paragrafo 2.1.1 del Documento Informativo.

2.1.4.2 Criteri seguiti per la determinazione del valore del Conferimento. Indicazione dell'eventuale esistenza di perizie redatte a supporto del prezzo.

Il valore dei beni conferiti nella Prima Fase del Conferimento da parte di Carraro è stato determinato in Euro 1.113.138. Il valore dei beni conferiti nella Prima Fase del Conferimento da parte di Carraro International è stato determinato in Euro 9.972.251.

Il Tribunale di Padova, su ricorso presentato ai sensi dell'articolo 2343 del codice civile congiuntamente da Carraro e Carraro International in data 24 gennaio 2008, ha nominato in data 1° marzo 2008 il Prof. Marco Reboa, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti di Milano e nel Registro dei Revisori Contabili affinché provvedesse a periziare il valore dei beni oggetto di Conferimento da parte di Carraro e di Carraro International a favore di Carraro Drive Tech.

In data 20 giugno 2008 il Tribunale di Padova ha integrato il decreto di nomina dell'Esperto emesso il 1° marzo 2008, precisando - tra l'altro - che il Conferimento potrà avvenire in più fasi e quindi mediante deliberazione da parte di Carraro Drive Tech di più aumenti di capitale e più precisamente con una prima fase costituita da due conferimenti e due relative perizie e una ulteriore fase per la quale sarà redatta un'ulteriore perizia, fatta comunque salva l'unitarietà del Conferimento di cui all'originario provvedimento di nomina.

In data 26 giugno 2008 l'Esperto ha rilasciato le proprie perizie, ai sensi dell'articolo 2343 del codice civile, in merito al valore dei conferimenti effettuati da Carraro e da Carraro International in favore di Carraro Drive Tech nella Prima Fase del Conferimento e ha attestato che:

- (i) *“ai sensi e per gli effetti di cui al primo comma dell'art. 2343 del codice civile, che il valore del ramo d'azienda destinato ad essere conferito in Carraro Drive Tech SpA da parte di Carraro SpA è almeno pari al valore dell'aumento di capitale al servizio del conferimento in via di esecuzione da parte di Carraro Drive Tech SpA fissato in 1.113.138 Euro, comprensivo di eventuale sovrapprezzo”.*
- (ii) *“ai sensi e per gli effetti di cui al primo comma dell'art. 2343 del codice civile, che il valore delle partecipazioni destinate ad essere conferite in Carraro Drive Tech SpA da parte di Carraro International SA è almeno pari al valore dell'aumento complessivo di capitale fissato in 9.972.251 Euro, comprensivo dell'eventuale sovrapprezzo”;*

L'Esperto, in conformità ai provvedimenti emanati dal Tribunale di Padova in data 1° marzo e 20 giugno 2008, provvederà altresì a periziare i beni che verranno conferiti da Carraro nella Seconda Fase del Conferimento, la quale verrà attuata entro la fine del 2008.

Di seguito si fornisce un'indicazione dei criteri seguiti ed utilizzati dall'Esperto al fine di valutare il valore dei beni conferiti da Carraro e da Carraro International in Carraro Drive Tech e di procedere alle attestazioni di cui all'articolo 2343 del codice civile.

A. Determinazione del valore dei beni conferiti da Carraro in Carraro Drive Tech nella Prima Fase del Conferimento.

L'Esperto ha provveduto a stimare il valore dei beni conferiti da Carraro in Carraro Drive

Tech nella Prima Fase del Conferimento mediante l'impiego di molteplici criteri di stima, e precisamente:

- (i) il criterio misto patrimoniale-reddituale UEC, che definisce il valore economico di un'azienda in funzione sia della consistenza patrimoniale della stessa, sia della sua attitudine a generare reddito, pari, cioè, alla somma del valore del patrimonio netto rettificato e del valore attuale dell'extrareddito, inteso come differenza tra il reddito normale atteso e il reddito giudicato soddisfacente rispetto al tipo di investimento considerato. Nella specie, il criterio misto patrimoniale-reddituale UEC è stato applicato sia secondo l'approccio c.d. "*equity side*" (che prevede la valutazione diretta del capitale netto del ramo oggetto del conferimento), sia secondo l'approccio c.d. "*asset side*" (che prevede la valutazione del capitale investito rettificato del valore della posizione finanziaria netta di pertinenza del ramo conferito);
- (ii) il criterio reddituale secondo l'approccio *equity side*, che determina il valore del capitale d'impresa in funzione della capacità del complesso aziendale di generare reddito in prospettiva futura. Nella specie, il criterio reddituale è stato applicato sia nella versione c.d. "sintetica" (che prevede la stima di una figura di reddito medio normale atteso, determinato come media aritmetica o ponderata dei flussi di reddito netto normale giudicati significativi), sia nella versione c.d. "analitica" con valore terminale (che prevede la stima analitica dei flussi di reddito netto, conseguibili lungo l'arco temporale di piano e del valore attribuibile al termine dell'orizzonte temporale stimato analiticamente).

Sulla base dei criteri di valutazione adottati, l'Esperto ha stimato che alla data del 31 dicembre 2007, il valore dei beni conferiti da Carraro in Carraro Drive Tech nella Prima Fase del Conferimento risultava compreso tra un minimo di 42.763 migliaia di Euro, ottenuto dall'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale UEC secondo l'approccio c.d. "*asset side*", e un massimo di 47.682 migliaia di Euro, ottenuto dall'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale UEC secondo l'approccio c.d. "*equity side*".

Alla luce di questi criteri l'Esperto ha ritenuto "*che il valore dell'azienda destinato ad essere conferito in Carraro Drive Tech SpA da parte di Carraro SpA è almeno pari al valore dell'aumento di capitale al servizio del conferimento in via di esecuzione da parte di Carraro Drive Tech SpA fissato in 1.113.138 Euro, comprensivo di eventuale sovrapprezzo*".

B. Determinazione del valore dei beni conferiti da Carraro International in Carraro Drive Tech nella Prima Fase del Conferimento.

L'Esperto ha provveduto a stimare il valore dei beni conferiti da Carraro International in Carraro Drive Tech nella Prima Fase del Conferimento mediante l'impiego di molteplici criteri di stima, e precisamente:

- (i) il criterio misto patrimoniale-reddituale UEC, che definisce il valore economico di un'azienda in funzione sia della consistenza patrimoniale della stessa, sia della sua attitudine a generare reddito, pari, cioè, alla somma del valore del patrimonio netto rettificato e del valore attuale dell'extrareddito, inteso come differenza tra il reddito normale atteso e il reddito giudicato soddisfacente rispetto al tipo di investimento considerato;
- (ii) il criterio reddituale, che determina il valore del capitale d'impresa in funzione della capacità del complesso aziendale di generare reddito in prospettiva futura. Nella specie, il criterio reddituale è stato applicato sia nella versione c.d. "sintetica" (che prevede la stima di una figura di reddito medio normale atteso, determinato come media aritmetica o ponderata dei flussi di reddito netto normale giudicati significativi), sia nella versione c.d. "analitica" con valore terminale (che prevede la stima analitica dei flussi di reddito

netto, conseguibili lungo l'arco temporale di piano e del valore attribuibile al termine dell'orizzonte temporale stimato analiticamente).

Il valore della partecipazione di Carraro International in Carraro Qingdao Trading Co. Ltd., in considerazione della situazione di sostanziale inattività in cui si trova detta società, è stato valutato facendo ricorso al criterio patrimoniale semplice, secondo cui il valore del capitale economico è pari al valore del patrimonio netto contabile rettificato delle eventuali plus(minus)valenze emerse dal confronto tra i valori correnti e i valori contabili degli elementi che lo compongono.

Sulla base dei criteri di valutazione adottati, l'Esperto ha stimato che, alla data del 31 dicembre 2007, il valore dei beni conferiti da Carraro International in Carraro Drive Tech nella Prima Fase del Conferimento risultava “*almeno pari al valore dell'aumento complessivo di capitale fissato in 9.972.251 Euro, comprensivo dell'eventuale sovrapprezzo*”.

Più in particolare, secondo l'Esperto, il valore delle partecipazioni oggetto di Conferimento da parte di Carraro International è almeno pari a: (i) Euro 7.384.251 per la partecipazione in Carraro China Drive Systems Co. Ltd.; (ii) Euro 1.050.000 per la partecipazione in Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd.; (iii) Euro 170.000 per la partecipazione in Carraro Qingdao Trading Co. Ltd.; (iv) Euro 1.368.000 per la partecipazione in Fabryka Osi Napędowych SA.

2.1.4.3 Descrizione di Carraro Drive Tech.

Denominazione, forma e sede sociale.

La società conferitaria è Carraro Drive Tech S.p.A. con sede legale in Campodarsego, (PD), via Olmo n. 37 iscritta al Registro delle Imprese di Padova (n. di iscrizione e partita IVA 04308180282, R.E.A. n. 379060).

Costituzione e durata.

Carraro Drive Tech è stata costituita in data 4 giugno 2008 con rogito a Notaio Carlo Alberto Busi (Rep. n. 15.823; Racc. n. 7.944), è stata iscritta nel Registro delle Imprese di Padova in data 5 giugno 2008 e ha durata sino al 31 dicembre 2050.

Oggetto sociale.

Lo statuto sociale attualmente in vigore di Carraro Drive Tech prevede che costituisce oggetto sociale della società, ai sensi dell'art. 3, lo svolgimento delle seguenti attività: “*la progettazione, produzione e commercializzazione di assali, trasmissioni, riduttori epicicloidali e componenti meccanici in genere per trattori, macchine movimento terra, carrelli elevatori, automobili, camion, generatori eolici, autobus e macchine speciali; vendita di parti di ricambio*”.

Capitale sociale.

Alla data di pubblicazione del Documento Informativo, a seguito dell'effettuazione della Prima Fase del Conferimento, il capitale sociale è pari a Euro 11.205.389, interamente versato, suddiviso in n. 11.205.389 azioni ordinarie prive dell'indicazione del valore nominale

Organi sociali.

Consiglio di amministrazione

La Società è amministrata da un Consiglio composto da un minimo di tre ad un massimo di sette membri nominati dall'Assemblea. Il Consiglio, qualora non via abbia provveduto

l'assemblea, elegge tra i suoi membri il Presidente. Il Consiglio inoltre può eleggere un Segretario che può essere scelto anche tra i non appartenenti al Consiglio. Gli Amministratori durano in carica tre esercizi e, scadono alla data dell'Assemblea convocata per l'approvazione del bilancio relativo all'ultimo esercizio della loro carica. Essi sono rieleggibili. Qualora per dimissioni o per altre cause venga a mancare la maggioranza dei componenti del Consiglio, l'intero Consiglio si intende decaduto e deve essere immediatamente convocata l'Assemblea a cura del Collegio Sindacale per la nomina di tutti gli Amministratori. Il Consiglio di Amministrazione è investito di ogni più ampio potere per compiere tutti gli atti di amministrazione ordinaria e straordinaria della Società ed ha facoltà di compiere tutti gli atti da esso ritenuti opportuni per l'attuazione dell'oggetto sociale, esclusi quelli che la legge riserva all'assemblea. Il Consiglio di Amministrazione, in occasione delle proprie riunioni ed anche attraverso il Presidente riferisce tempestivamente e con periodicità almeno trimestrale, al Collegio Sindacale sull'attività svolta e sulle operazioni di maggiore rilievo economico, finanziario e patrimoniale effettuate dalle società o dalle società controllate; in particolare riferiscono sulle operazioni in potenziale conflitto di interesse e su quelle che siano influenzate dal soggetto che eserciti eventualmente le attività di direzione e coordinamento.

Alla data del presente Documento Informativo il Consiglio di Amministrazione di Carraro Drive Tech è composto dai seguenti tre membri:

Enrico Carraro - Presidente

Carlo Borsari – Amministratore Delegato

Enrico Gomiero - Consigliere

Collegio Sindacale

L'Assemblea nomina, qualora ricorrano i presupposti di legge o per volontà degli azionisti, il Collegio Sindacale costituito da tre Sindaci effettivi e da due supplenti nonché il suo Presidente. I Sindaci restano in carica per tre esercizi e scadono alla data dell'Assemblea convocata per l'approvazione del bilancio relativo al terzo esercizio della carica. Essi sono rieleggibili. Non possono essere eletti Sindaci coloro che si trovano in situazioni di incompatibilità previste dalla legge. Il Collegio Sindacale vigila sull'osservanza della legge e dello Statuto, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione e in particolare sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile, adottato dalla Società e sul suo concreto funzionamento. Il Collegio Sindacale deve riunirsi almeno ogni novanta giorni. I compensi del Collegio Sindacale sono determinati dall'Assemblea.

Alla data del Documento Informativo il Collegio Sindacale della Carraro Drive Tech è composto come segue:

Francesco Sabattini – Presidente

Fabrizio Pinato – Sindaco Effettivo

Alberto Galessio – Sindaco Effettivo

Chiara Passignani – Sindaco Supplente

Marina Robertini – Sindaco Supplente

2.1.5 Indicazione della compagine azionaria dell'emittente conferente e di Carraro Drive Tech e del soggetto controllante ai sensi dell'articolo 93 TUF a seguito dell'aumento di capitale in natura.

2.1.5.1 Indicazione della compagine azionaria di Carraro a seguito del Conferimento ed effetti del Conferimento sugli eventuali patti parasociali aventi ad oggetto azioni dell'Emittente.

Il Conferimento non comporta alcuna variazione nella compagine azionaria di Carraro, in quanto - nell'ambito dell'operazione - Carraro opera quale conferente.

2.1.5.2 Indicazione della compagine azionaria di Carraro Drive Tech a seguito del Conferimento.

Carraro Drive Tech è stata costituita in data 4 giugno 2008 con un capitale sociale pari a Euro 120.000 interamente posseduto da Carraro.

In esito alla Prima Fase del Conferimento, attuata con effetto dal 1° luglio 2008, il capitale sociale di Carraro Drive Tech è posseduto da Carraro e da Carraro International in misura pari rispettivamente all'11% e all'89%.

Ad esito del Conferimento (e quindi una volta completata la Seconda Fase del Conferimento) è previsto che il capitale sociale di Carraro Drive Tech sarà posseduto da Carraro e da Carraro International in misura pari rispettivamente al 51% e al 49%.

2.1.6. Eventuali variazioni sull'ammontare dei compensi dei componenti dell'organo di amministrazione di Carraro e/o delle società controllate per effetto del Conferimento

Per effetto del Conferimento non sono previste modifiche e/o variazioni ai compensi spettanti ai componenti del Consiglio di Amministrazione di Carraro e/o delle società da quest'ultima controllate.

2.2. MOTIVAZIONI E FINALITÀ DELL'OPERAZIONE.

2.2.1 Motivazioni dell'operazione con particolare riguardo agli obiettivi gestionali.

Il Conferimento oggetto del presente Documento Informativo è stato approvato dal Consiglio di Amministrazione di Carraro in data 16 giugno 2008 e dal Consiglio di Amministrazione di Carraro International in data 20 giugno 2008 e rientra nel progetto di riorganizzazione del gruppo facente capo a Carraro volto ad adeguare l'attuale struttura societaria del Gruppo Carraro a un nuovo modello di gestione e controllo che prevede la separazione delle quattro aree di *business* in cui il Gruppo Carraro opera attualmente (*Drivelines, Components, Vehicles e Power Controls*).

In particolare tale nuovo modello di gestione e controllo consentirà una più chiara distinzione tra le attività di indirizzo strategico e controllo di pertinenza di Carraro e la gestione ordinaria delle diverse aree di attività con una conseguente maggiore focalizzazione per ciascuna area sulle attività costituenti il loro *core business*.

In particolare l'operazione oggetto del presente Documento Informativo permetterà:

- (i) di identificare con precisione le *performances* economico-patrimoniali in modo da consentire una maggiore visibilità sulle capacità di creazione di valore dell'area di business *Drivelines*;
- (ii) di disporre di un modello di *governante* che risponda alle esigenze di una più efficiente ed

efficace gestione delle area di business *Drivelines*;

- (iii) di accentrare al vertice del gruppo l'erogazione di alcuni servizi a beneficio della società Carraro Drive Tech in modo da consentire alle stessa di potersi concentrare sul proprio *core business*.

2.3. RAPPORTI CON LA SOCIETÀ OGGETTO DELL'OPERAZIONE.

2.3.1 Rapporti significativi tra Carraro e Carraro Drive Tech.

2.3.1.1 In esito alla Prima Fase del Conferimento, attuata con effetto dal 1° luglio 2008, il capitale sociale di Carraro Drive Tech è posseduto da Carraro e da Carraro International in misura pari rispettivamente all'11% e all'89%.

Ad esito del Conferimento (e quindi una volta completata la Seconda Fase del Conferimento) è previsto che il capitale sociale di Carraro Drive Tech sarà posseduto da Carraro e da Carraro International in misura pari rispettivamente al 51% e al 49%.

2.3.1.2 In esito al Conferimento resteranno in capo a Carraro la gestione delle funzioni di indirizzo strategico, controllo, coordinamento delle singole unità di business del Gruppo Carraro e lo svolgimento delle attività riguardanti la gestione dei rischi e la gestione finanziaria delle singole società del Gruppo Carraro.

Carraro e Carraro Drive Tech stipuleranno i seguenti contratti:

- (i) contratti in virtù dei quali Carraro fornirà a Carraro Drive Tech servizi di amministrazione finanza e controllo, assistenza legale, assistenza tecnica e supporto ai sistemi di information technology, gestione delle risorse umane, programmazione e gestione delle attività di ricerca e sviluppo, sviluppo commerciale e coordinamento dei mercati di riferimento e altri servizi ancillari;
- (ii) contratti in virtù dei quali Carraro concederà in locazione a Carraro Drive Tech i terreni e i fabbricati degli stabilimenti ed annessi uffici siti in Campodarsego (PD), Rovigo e Gorizia;
- (iii) contratti di licenza di uso del marchio "Carraro" e del *know-how* ingegneristico progettuale, da Carraro a Carraro Drive Tech.

I contratti innanzi menzionati saranno conclusi a condizioni di mercato.

2.3.2 Rapporti intrattenuti da Carraro con le società conferite.

Precedentemente al Conferimento Carraro intratteneva con le società F.O.N. Fabryka Osi Napedowych S.A., Carraro China Drive Systems Co. Ltd., Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd. e Carraro Qingdao Trading Co. Ltd. rapporti infragruppo; in particolare Carraro forniva a tali società servizi di assistenza e consulenza gestionale ed informatica con riferimento alle aree di amministrazione finanza e controllo, acquisti, information technology, gestione delle risorse umane, programmazione ed implementazione delle operazioni industriali.

A seguito del Conferimento Carraro continuerà a fornire a tali società i servizi sopra descritti.

2.3.3 Rapporti e/o accordi significativi tra l'Emittente, le società da questo controllate, i dirigenti e i componenti dell'organo di amministrazione dell'emittente e i soggetti a cui le attività sono state cedute in Conferimento.

Fatto salvo quanto illustrato nei precedenti paragrafi 2.3.1 e 2.3.2 del presente Documento Informativo, non si rilevano modifiche significative nei rapporti o accordi in essere tra Carraro, le società da questa controllate, i dirigenti e i membri del Consiglio di Amministrazione di Carraro e i soggetti a cui le attività sono state cedute mediante il Conferimento. Si evidenzia inoltre che i compensi percepiti dai membri del Consiglio di Amministrazione di Carraro non subiranno variazioni in conseguenza del Conferimento.

2.4 Documenti a disposizione del pubblico

2.4.1 Luoghi in cui possono essere consultati i documenti a disposizione del pubblico.

Copia del presente Documento Informativo, comprensivo di allegati può essere consultata presso la sede legale di Borsa Italiana S.p.A., in Milano, Piazza degli Affari n. 6, presso la sede legale di Carraro, in Campodarsego (PD), via Olmo n. 37 nonché sul sito internet di Carraro (www.carraro.com).

3. EFFETTI SIGNIFICATIVI DELL'OPERAZIONE

3.1. Effetti significativi del Conferimento sui fattori chiave che influenzano e caratterizzano l'attività dell'Emittente nonché sulla tipologia di business svolta da quest'ultima.

In esito al Conferimento:

- (a) la *Business Unit Drivelines*, afferente la produzione e commercializzazione di sistemi di trasmissione per applicazioni *on e off highway*, sarà gestita da Carraro Drive Tech;
- (b) il modello di gestione e controllo del Gruppo Carraro sarà organizzato mediante la separazione di tutte le quattro aree di business in cui il Gruppo Carraro opera attualmente (*Drivelines, Components, Vehicles e Power Controls*);
- (c) resteranno in capo a Carraro: (i) la gestione delle funzioni di indirizzo strategico, controllo, coordinamento delle singole unità di *business* del Gruppo Carraro; (ii) lo svolgimento delle attività riguardanti la gestione dei rischi e la gestione finanziaria delle singole società del Gruppo Carraro; (iii) la progettazione e produzione di macchine agricole, attività che verrà svolta attraverso il complesso aziendale "Agritalia", gestito dalla Carraro in virtù di un contratto di affitto d'azienda sottoscritto tra Carraro SpA e Agritalia SpA in data 29 marzo 2005.

4. DATI ECONOMICI E PATRIMONIALI PRO-FORMA DELL'EMITTENTE

4.1 Descrizione degli effetti pro-forma.

Ai sensi del paragrafo 5.1.2 dello Schema 3 dell'Allegato 3B del Regolamento Emittenti, di seguito si espone una descrizione degli effetti pro-forma del Conferimento.

4.1.1 Descrizione degli effetti pro-forma sul bilancio consolidato

Carraro è tenuta alla redazione del bilancio consolidato in accordo con gli "International Financial Reporting Standards".

Il Conferimento è stato realizzato a valori contabili in regime di neutralità fiscale con la conseguenza che, a livello consolidato, il suo perfezionamento non ha generato effetti economici patrimoniali e finanziari e in particolare: (i) non ha generato alcuna plusvalenza né minusvalenza e (ii) non ha determinato alcun effetto sul patrimonio netto né sulla posizione finanziaria netta.

In particolare, tutte le operazioni di Conferimento sono state effettuate in regime di neutralità fiscale ai sensi dell'art. 176 del D.P.R. 22.12.1986 n. 917, ai sensi del quale i conferimenti di aziende tra soggetti residenti nel territorio dello Stato, nell'esercizio di imprese commerciali, non costituiscono realizzo di plusvalenze o minusvalenze fiscali.

Il Conferimento effettuato da Carraro e da Carraro International a favore di un'altra società, anch'essa appartenente al Gruppo Carraro, costituisce un'operazione mediante la quale alcuni elementi dell'attivo e del passivo delle conferenti (Carraro e Carraro International) confluiscono nel bilancio della conferitaria (Carraro Drive Tech). Per effetto del Conferimento, pertanto, le società conferenti iscrivono quindi tra le poste dello stato patrimoniale la partecipazione così detenuta nella conferitaria.

In particolare, si precisa che gli effetti del Conferimento effettuato dalle società Carraro e Carraro International a favore di Carraro Drive Tech sono già riflessi nel bilancio consolidato del Gruppo Carraro redatto al 31 dicembre 2007, dal momento che le società oggetto del Conferimento sono consolidate integralmente e tutte le operazioni intercorse tra le conferenti Carraro e Carraro International e la conferitaria Carraro Drive Tech si elidono a vicenda. Pertanto, la situazione economica, patrimoniale e finanziaria pro forma risultante dopo il Conferimento coincide con il bilancio consolidato del Gruppo Carraro al 31 dicembre 2007.

4.1.2 Descrizione degli effetti pro-forma sul bilancio individuale di Carraro

Come precedentemente indicato, parte dell'operazione di Conferimento è rappresentata dal conferimento del ramo d'azienda "Business unit Driveline" da parte di Carraro a favore della controllata Carraro Drive Tech.

Effetti sulla situazione patrimoniale al 31 dicembre 2007:

- l'attivo del ramo d'azienda conferito da Carraro, comprensivo delle partecipazioni, ammonta a 156.368 Euro/1.000 ed il passivo conferito ammonta a 155.257 Euro/1.000.
- rimangono in capo a Carraro le poste dell'attivo e del passivo relative al complesso aziendale denominato "Agritalia" (rispettivamente 20.408 Euro/1.000 e 15.782

Euro/1.000) e gli elementi patrimoniali non conferiti descritti nel precedente paragrafo 2.1.3., in particolare:

- le attività non correnti costituite prevalentemente da terreni e fabbricati (Euro 20.291 Euro/1.000) e da partecipazioni (Euro 65.117 Euro/1.000);
 - le attività correnti costituite prevalentemente da rimanenze e da crediti commerciali del complesso aziendale denominato “Agritalia” ed altri crediti non conferiti;
 - le passività non correnti costituite prevalentemente da finanziamenti e dal fondo trattamento fine rapporto;
 - le passività correnti costituite prevalentemente dai debiti commerciali del complesso aziendale denominato “Agritalia” ed altri debiti non conferiti e da accantonamenti per rischi e oneri.
- Il Conferimento non ha effetti sul patrimonio netto di Carraro.

Effetti sul conto economico al 31 dicembre 2007:

- Rimangono in capo a Carraro il complesso aziendale denominato “Agritalia”, i fabbricati ed i terreni relativi agli stabilimenti concessi in locazione a Carraro Drive Tech, il marchio “Carraro” ed il Know-how ingegneristico progettuale, le funzioni di indirizzo strategico, controllo e coordinamento delle singole unità di *business* del Gruppo Carraro, la gestione dei rischi e la gestione finanziaria delle singole società del Gruppo Carraro, come meglio descritte al precedente paragrafo 2.3.1.
- In particolare, per effetto del Conferimento, il risultato del conto economico di Carraro al 31 dicembre 2007:
- si riduce del risultato d’esercizio relativo al ramo d’azienda “Business unit Driveline” conferito;
 - aumenta per i ricavi derivanti dai canoni di locazione dei terreni e dei fabbricati industriali locati a Carraro Drive Tech;
 - aumenta per i ricavi derivanti dalle royalties attive per la licenza d’uso del marchio Carraro e del know how ingegneristico e progettuale;
 - aumenta per i ricavi derivanti dai servizi erogati da Carraro alle società del Gruppo Carraro, come meglio descritti al precedente paragrafo 2.3.1.2;
 - aumenta per i dividendi da percepirsi dalla conferitaria Carraro Drive Tech e dalle altre società del Gruppo Carraro;
 - al netto degli effetti fiscali relativi alle voci sopra elencate.

4.2 Indicatori pro-forma per azione di Carraro

Di seguito si riportano i principali indicatori per azione di Carraro al 31.12.2007 a livello consolidato; indicatori che a seguito del Conferimento non subiscono variazioni.

Descrizione	CONSOLIDATO CARRARO 31/12/2007
EBITDA per azione (A)	1,23
RISULTATO OPERATIVO per azione	0,72
RISULTATO NETTO per azione (B)	0,25
CASH FLOW per azione (C)	0,76
PATRIMONIO NETTO per azione (D)	2,84

(A) = (Inteso come somma del risultato operativo, degli ammortamenti e delle svalutazioni di immobilizzazioni);

(B) = (Al netto dell'utile di pertinenza di terzi);

(C) = (Inteso come somma di utile netto, ammortamenti e svalutazioni di immobilizzazioni);

(D) = (Al netto delle minoranze di terzi);

5. PROSPETTIVE DELL'EMITTENTE E DEL GRUPPO AD ESSA FACENTE CAPO

5.1 INDICAZIONI GENERALI SULL'ANDAMENTO DEGLI AFFARI SUCCESSIVAMENTE AL 31 DICEMBRE 2007

Il primo trimestre 2008 conferma il trend di crescita avviatosi nella seconda parte del precedente esercizio. I principali mercati di riferimento, agricolo e movimento terra, hanno mantenuto forte la domanda in particolare nelle regioni dell'Europa orientale e nell'area asiatica.

Si conferma positiva inoltre la domanda di inverter e controlli elettronici - destinati principalmente ad applicazioni per il settore fotovoltaico ed eolico - nonché quella di ingranaggeria in ogni settore di applicazione.

Nel complesso i risultati comparati con il primo trimestre dello scorso esercizio registrano una crescita in termini assoluti, evidenziando una lieve flessione in termini percentuali. Ciò si spiega nell'ottica del raffronto tra un trend 2007 in forte ascesa per i primi mesi dell'anno - e poi più riflessivo - comparato ad un percorso 2008 che prevede un progressivo miglioramento nel corso dell'esercizio sia a livello di volumi che di redditività.

5.1.1 Indicazione delle tendenze più significative registrate nell'andamento della produzione, delle vendite, delle scorte e del volume delle ordinazioni.

Il fatturato consolidato di Gruppo nel primo trimestre 2008 ha raggiunto i 237,471 milioni di Euro in crescita del 25,7% rispetto al dato al 31 marzo 2007.

L'analisi della destinazione delle vendite per Business Unit e le principali variazioni sono riassunti nella seguente tabella:

Dati primo trimestre 2008 (VALORI IN €/000)

	VENDITE			VENDITE A TERZI			VENDITE INTRAGRUPPO		
	31.3.'08	31.3.'07	Diff. %	31.3.'08	31.3.'07	Diff. %	31.3.'08	31.3.'07	Diff. %
DRIVELINES	179.435	158.939	12,90	163.206	144.397	13,03	16.229	14.542	11,60
GEAR & COMPONENTS	65.772	35.212	86,79	41.072 (*)	14.115	190,98	24.700	21.097	17,08
VEHICLES	22.459	24.953	(9,99)	22.456	24.944	(9,97)	3	9	(66,67)
POWER CONTROL	10.785	5.401	99,69	10.691	5.401	97,94	94	-	n.a.
ALTRO	2.786	150	n.a.	46	-	n.a.	2.740	150	n.a.
TOTALE SEGMENTI	281.237	224.655	25,19	237.471	188.857	25,74	43.766	35.798	22,26
ELIMINAZIONI INTRAGRUPPO	(43.766)	(35.798)	(22,26)	-	-	-	-	-	-
TOTALE CONSOLIDATO	237.471	188.857	25,74	-	-	-	-	-	-

(*) escludendo il fatturato di Mini Gears consolidata dal 1° agosto 2007 la crescita sarebbe risultata del 42,77%

5.1.2 Indicazione delle recenti tendenze manifestatesi nell'evoluzione dei costi e dei prezzi di vendita

Seppur in modo più limitato rispetto alla chiusura dello scorso anno, si sono ancora manifestate alcune difficoltà di reperimento di materie prime con il conseguente rallentamento dei tempi di risposta alla forte domanda dei mercati. Si ritiene comunque che, grazie ad un'attenta politica di adeguamento del bacino di fornitura con il rafforzamento della supply-chain in atto ed all'ottimizzazione delle attività di manufacturing a livello globale, gli equilibri siano in fase di consolidamento nel secondo trimestre.

5.1.3 Evoluzione della struttura finanziaria

La posizione finanziaria netta (intesa come somma dei debiti verso banche, obbligazioni e finanziamenti a breve e medio lungo termine, al netto delle disponibilità liquide, titoli negoziabili e crediti finanziari) è a debito al 31 marzo 2008 per 191,136 milioni di Euro; al 31 dicembre 2007 era a debito per 175,947 milioni di Euro (a marzo 2007 era a debito per 131,082 milioni di Euro). Il gearing al 31 marzo 2008 si attesta a 130,21%, a dicembre 2007 era pari a 117,30%, a marzo 2007 era pari a 106,07%.

5.2 Elementi di informazione in relazione alla ragionevole previsione dei risultati dell'esercizio in corso

Il portafoglio ordini si conferma positivo grazie al favorevole andamento di tutti i principali mercati di riferimento.

A fronte di un miglioramento della situazione sul fronte degli approvvigionamenti si evidenziano tensioni sul costo delle materie prime.

In tale scenario il Gruppo sta operando per accelerare l'utilizzo di canali alternativi di fornitura e per mettere a regime la nuova capacità produttiva frutto dei recenti e importanti investimenti, inoltre, si sta attivando a livello commerciale per il recupero dei maggiori costi d'acquisto. In funzione di tali azioni si ritiene che importanti benefici saranno visibili nel medio periodo e che la situazione possa normalizzarsi già a partire dalla seconda parte dell'anno. Sulla base di tali premesse si ritiene che l'obiettivo di budget, approvato il 14 novembre 2007 e comunicato al mercato il 21 novembre 2007, sia ancora raggiungibile pur a fronte delle citate difficoltà.

ALLEGATI

1. Relazione peritale di stima redatta dal Prof. Marco Reboa ai sensi dell'articolo 2343, 1° comma, codice civile relativa al conferimento del ramo d'azienda c.d. Business Unit Drivelines da parte di Carraro a favore Carraro Drive Tech.
2. Relazione peritale di stima redatta dal Prof. Marco Reboa ai sensi dell'articolo 2343, 1° comma, codice civile relativa al conferimento delle partecipazioni possedute da Carraro International nelle società F.O.N. Fabryka Osi Napedowych S.A., Carraro China Drive Systems Co. Ltd., Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd. e Carraro Qingdao Trading Co. Ltd e conferite a Carraro Drive Tech.

Prof. Marco Reboa

**RELAZIONE PERITALE DI STIMA,
AI SENSI DELL'ART. 2343 COD. CIV.,
DELLA BUSINESS UNIT "*DRIVELINES*"
DI CARRARO SPA OGGETTO DI CONFERIMENTO
A CARRARO DRIVE TECH SPA**

INDICE

1. OGGETTO E FINALITÀ DELLA STIMA	3
2. LINEAMENTI DELL'OPERAZIONE DI CONFERIMENTO.....	6
2.1 Il Gruppo Carraro e il progetto di riorganizzazione.....	6
2.2 La società conferente	13
2.3 La società conferitaria	14
2.4 Il perimetro del ramo d'azienda.....	15
3. DATA DI RIFERIMENTO, DOCUMENTAZIONE CONSIDERATA E LIMITI DELLA STIMA.....	16
3.1 La data di riferimento della stima e la documentazione considerata.....	16
3.2 I limiti della stima	18
4. DESCRIZIONE DELLE ATTIVITÀ E PASSIVITÀ OGGETTO DI CONFERIMENTO	19
5. I CRITERI DI STIMA DEL COMPLESSO AZIENDALE CONFERITO DA CARRARO SPA	30
5.1 Il valore ricercato ai fini della stima	30
5.2 I criteri di stima adottati	31
5.2.1 La scelta dei criteri di valutazione	31
5.2.2 Il metodo UEC	36
5.2.3 Il metodo reddituale	38
5.3 I conti economici del ramo conferito	40
5.4 Le scelte applicative relative ai criteri adottati	44
5.4.1 Il criterio misto UEC <i>equity side</i>	44
5.4.2 Il criterio misto UEC <i>asset side</i>	49
5.4.3 Il criterio reddituale <i>equity side</i>	54
5.4.3.1 Il criterio reddituale nella versione sintetica	54
5.4.3.2 Il criterio reddituale nella versione analitica	55
5.5 I risultati della valutazione peritale.....	56
6. CONCLUSIONI	56

1. OGGETTO E FINALITÀ DELLA STIMA

La presente relazione di stima si inquadra nell'ambito del progetto di riorganizzazione societaria del Gruppo Carraro (nel seguito anche il "Gruppo"), illustrato, nelle sue linee essenziali, nel corso del Consiglio di Amministrazione (nel seguito, il "CdA" o il "Consiglio") di Carraro SpA (nel seguito "CARRARO" o la "Capogruppo" o la "CONFERENTE") del 20 dicembre 2007, confermato nella riunione del 20 marzo 2008 e, successivamente, approfondito ed approvato dallo stesso Consiglio nella riunione del 16 giugno 2008.

Il processo di riassetto è essenzialmente volto alla separazione giuridica dell'unità di business "*Drivelines*" – afferente alla produzione e commercializzazione di sistemi di trasmissione per applicazioni *on* e *off highway* – nella prospettiva di allineare la struttura societaria del Gruppo, anche da un punto di vista formale, al modello di gestione e controllo attualmente vigente che, di fatto, è articolato in quattro distinte unità di business (rispettivamente denominate "*Drivelines*", "*Gear and Component*", "*Power Controls*" e "*Vehicles*", nel dettaglio descritte al successivo par. 2.1).

Il progetto (nel seguito, il "PROGETTO") ha preso avvio con la costituzione, in data 4 giugno 2008, di una nuova entità giuridica denominata Carraro Drive Tech SpA (di seguito, anche "DRIVE TECH" o la "CONFERITARIA") nella quale:

- CARRARO conferirà il proprio ramo d'azienda, rappresentato da: *i*) l'insieme di attività e passività afferenti, per l'appunto, la business unit "*Drivelines*"; *ii*) le partecipazioni dalla stessa detenute nelle società del Gruppo attive nella medesima area di business;
- Carraro International SA (di seguito, anche "INTERNATIONAL" e, congiuntamente a CARRARO, le "CONFERENTI"), interamente partecipata da CARRARO, conferirà proprie partecipazioni in società anch'esse operanti nella business unit "*Drivelines*".

Sin da subito si precisa che, a completamento del PROGETTO, è previsto che la CONFERITARIA risulterà partecipata dalla Capogruppo al 51% e da INTERNATIONAL

al 49%. CARRARO continuerà a svolgere le funzioni di indirizzo strategico, controllo, coordinamento delle quattro aree di business in cui opera il Gruppo e a presidiare la gestione finanziaria delle società direttamente o indirettamente controllate. In data 16 giugno 2008, il Consiglio ha deliberato di dare seguito al PROGETTO scomponendolo in due distinte fasi, meglio descritte al successivo par. 2.1, alle quali corrispondono due separati apporti:

- il primo, porterà a trasferire in DRIVE TECH la parte preponderante delle attività del Gruppo riguardanti la business unit “*Drivelines*”;
- il secondo, da completare comunque in tempi ravvicinati, porterà a conferire la partecipazione in Carraro India Ltd.

Le operazioni di conferimento da parte delle due società (vale a dire CARRARO e INTERNATIONAL) sono sottoposte alle disposizioni del comma 1 dell’art. 2343 cod. civ., il quale prevede che chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare una “*relazione giurata ... [redatta da] un esperto designato [su istanza dello stesso soggetto conferente] dal tribunale nel cui circondario ha sede la società [conferitaria]*”. In tale contesto, a seguito di domanda congiunta delle CONFERENTI presentata il 24 gennaio 2008, il sottoscritto Prof. Marco Reboa, iscritto all’Albo dei Dottori Commercialisti di Milano e nel Registro dei Revisori Contabili, è stato designato in data 1° marzo 2008 dal Giudice del Tribunale di Padova, Dott.ssa Daniela Bruni, esperto incaricato di redigere la presente relazione di stima (di seguito, la “*RELAZIONE*”).

Ciò premesso, la RELAZIONE, stante il contesto normativo che la impone, è di seguito sviluppata in via strumentale rispetto alla funzione di “*garanzia*” ad essa assegnata dalle prescrizioni dianzi richiamate. Tale funzione è ordinata a salvaguardare l’integrità patrimoniale della conferitaria a fronte del conferimento effettuato dalla società conferente; il fine è quello di evitare che, mediante una sovrastima del valore dei beni conferiti, risulti alterato il patrimonio netto dell’entità conferitaria. Il tutto trova sintesi nell’attestazione rilasciata dall’esperto, volta a garantire che, in aderenza alla lettera della legge, il valore della partecipazione oggetto di conferimento sia “*almeno pari*” (o “*non inferiore*”) a quello ad essa “*attribuito*”

ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo". In base al disposto del citato art. 2343 cod. civ., la relazione dell'esperto incaricato deve contenere la descrizione *"dei beni o dei crediti conferiti"*, l'indicazione dei *"criteri di valutazione seguiti"* e, da ultimo, l'attestazione menzionata.

Nel caso di specie, il PROGETTO prevede che l'attuale capitale sociale di DRIVE TECH passi, al termine della prima fase, dagli attuali 120 migliaia di euro a 11.205 migliaia di euro. Tale ultimo valore è stato fatto proprio dal CdA nella riunione del 16 giugno 2008 come somma dei valori:

- i)* del ramo d'azienda conferito da CARRARO, oggetto della presente RELAZIONE, pari a 1.113 migliaia di euro;
- ii)* delle singole partecipazioni conferite da INTERNATIONAL, pari a:
 - a)* 7.384 migliaia di euro, per la partecipazione in Carraro China Drive Systems Co. Ltd;
 - b)* 1.050 migliaia di euro, per la partecipazione in Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd;
 - c)* 170 migliaia di euro, per la partecipazione in Carraro Qingdao Trading Co. Ltd;
 - d)* 1.368 migliaia di euro, per la partecipazione in Fabryka Osi Napedowych SA.

In conclusione, per quanto ora esposto, la RELAZIONE in oggetto è ordinata ad accertare che il valore dei beni conferiti da CARRARO sia *"almeno pari?"* a 1.113 migliaia di euro e ciò sulla base di analisi volte a dare evidenza al *"fondamento economico"* del valore assegnato ai beni oggetto di conferimento.

Per completezza, si segnala che lo scrivente ha redatto analoga attestazione a beneficio dell'altra conferente (INTERNATIONAL), al fine di accertare che anche il valore dei beni dalla medesima conferiti a DRIVE TECH risponda ai requisiti contenuti nel citato art. 2343 cod. civ.

2. LINEAMENTI DELL'OPERAZIONE DI CONFERIMENTO

Nel seguito si presentano brevemente:

- il Gruppo Carraro e il progetto di riorganizzazione societaria (par. 2.1);
- la società conferente: CARRARO (par. 2.2);
- la società conferitaria: DRIVE TECH (par. 2.3);
- il perimetro del ramo d'azienda comprensivo delle partecipazioni oggetto di conferimento (par. 2.4).

2.1 Il Gruppo Carraro e il progetto di riorganizzazione

Il Gruppo Carraro opera a livello internazionale nel comparto della meccanica in quattro specifiche aree di business: la business unit “*Drivelines*”, la business unit “*Gear and Components*”, la business unit “*Power Controls*” e la business unit “*Vehicles*”.

Nello specifico:

- la business unit “*Drivelines*”, che rappresenta il *core business* del Gruppo, riguarda la progettazione e realizzazione dei sistemi di trasmissione integrati per applicazioni su strada e fuoristrada. I beni prodotti sono classificabili in tre tipologie – gli assali, le trasmissioni e i riduttori – e sono destinati a trovare impiego come componenti per la produzione di: *a)* macchine agricole; *b)* macchine movimento terra; *c)* carrelli elevatori; *d)* veicoli commerciali leggeri; *e)* automobili; *f)* applicazioni stazionarie (quali, a titolo esemplificativo, gli ascensori e le scale mobili). Le entità legali attualmente operanti nella business unit “*Drivelines*” sono, oltre alla Capogruppo, nove società situate in Argentina, Cina, Germania, India, Italia e Polonia. I dati consuntivi del 2007 mostrano un fatturato complessivo verso terzi pari a 599 milioni di euro, con un incremento dell'11,28% rispetto a quello conseguito nell'esercizio precedente, pari a 539 milioni di euro;
- la business unit “*Gear and Components*” riguarda i prodotti del Gruppo afferenti alla componentistica, quali ingranaggi, assemblati, stampati e

variatori di fase. Tali prodotti trovano utilizzo in differenti ambiti tra cui, a titolo esemplificativo: *a)* sistemi di trasmissione per i veicoli movimento terra; *b)* sistemi di trasmissione dei generatori eolici; *c)* applicazioni ferroviarie; *d)* *automotive*; *e)* *material handling*; *f)* elettrotensili professionali; *g)* strumenti per giardinaggio. La business unit è presidiata dalla sub-holding operativa Gear World SpA, la quale coordina l'operatività delle società attive nell'area di business. I dati consuntivi 2007 mostrano un fatturato verso terzi pari a 91 milioni di euro, con un ragguardevole incremento rispetto a quello conseguito nell'esercizio precedente, pari a 35 milioni di euro¹;

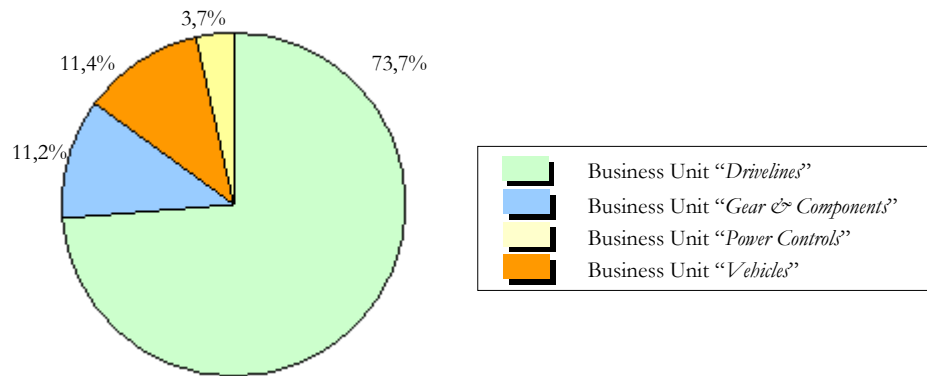
- la business unit “*Power Controls*” riguarda la progettazione e realizzazione di soluzioni per il controllo della trasmissione di potenza da applicare a nuove tipologie di sistemi di trasmissione. In particolare, il Gruppo è specializzato nella realizzazione di convertitori statici di potenza (cd. “*inverter*”) per l'automazione industriale, la conversione dell'energia solare ed eolica e la trazione ibrida. Tale segmento è presidiato dalla sub-holding operativa Elettronica Santerno SpA, sita in Imola, che coordina l'attività operativa delle società attive nell'area di business. I dati consuntivi 2007 mostrano un fatturato a terzi pari a 30 milioni di euro, con un ragguardevole incremento rispetto a quello conseguito nell'esercizio precedente, pari a 11 milioni di euro;
- la business unit “*Vehicles*” riguarda la progettazione e realizzazione, per conto proprio e di terzi, di macchine agricole suddivisibili in diverse tipologie: standard, per frutteti, per vigneti, e così via. Tra gli acquirenti delle macchine del Gruppo rientrano i principali costruttori mondiali di macchine agricole, quali, a titolo esemplificativo, John Deere, Massey Ferguson, Claas, Valtra e Antonio Carraro. La business unit fa capo al

¹ Si specifica che, come riportato a pag. 6 della Relazione sulla gestione al bilancio consolidato 2007, “*escludendo il fatturato della società Mini Gears e considerando STM Srl consolidata integralmente per tutto il 2006 anziché ad equity per i primi 10 mesi, la crescita [della business unit “Gear and Components”] sarebbe risultata del 40,32%*”.

complesso aziendale “Agritalia”, con stabilimento sito in Rovigo, gestito dalla Capogruppo con un contratto di affitto d’azienda. I dati consuntivi 2007 mostrano un fatturato di vendite verso terzi pari a 93 milioni di euro, con un incremento del 14,09% rispetto a quello conseguito nell’esercizio precedente, pari a 82 milioni di euro.

Il Grafico 2.1 evidenzia la ripartizione del fatturato 2007 per singola business unit.

GRAFICO 2.1 – Ripartizione del fatturato verso terzi del Gruppo per singola business unit

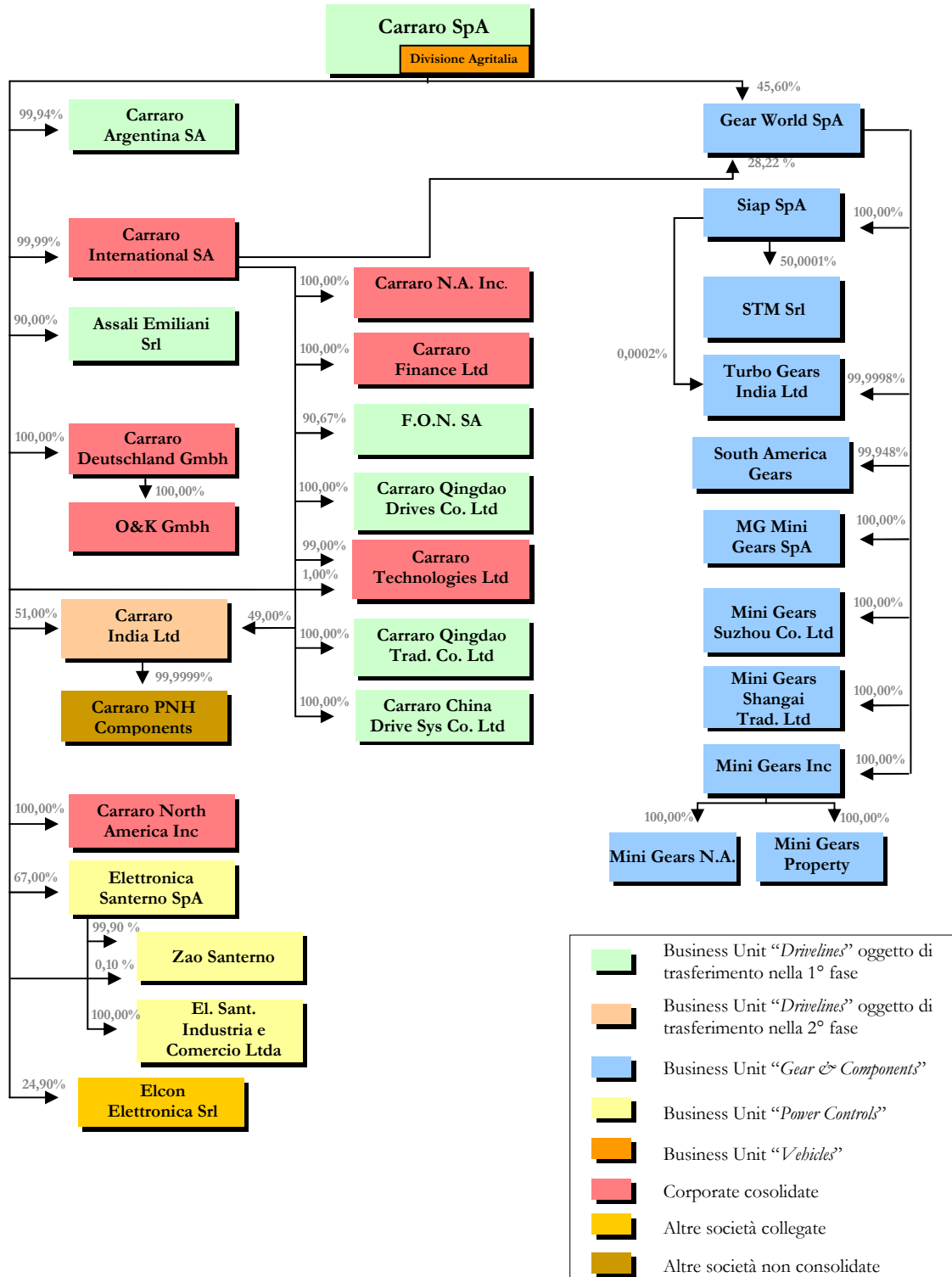


Per completezza, si segnala che:

- i)* il Gruppo conta attualmente diciotto stabilimenti, di cui: *a)* nove in Italia; *b)* due in Cina; *c)* due in India; *d)* due negli Stati Uniti; *e)* uno in Argentina; *f)* uno in Germania e *g)* uno in Polonia;
- ii)* il Gruppo conta sei centri di ricerca di cui: *a)* tre in Italia; *b)* uno in Argentina; *c)* uno in Germania e *d)* uno in India;
- iii)* i dipendenti del Gruppo Carraro al 31 dicembre 2007 sono complessivamente pari a 4.036, con un incremento del 41,27% rispetto a quelli dell’esercizio 2006 (pari a 2.857), anche per effetto della crescita per linee esterne posta in essere nel corso dell’esercizio. Essi, in base alla qualifica professionale di riferimento, risultano suddivisi in: *a)* 63 dirigenti; *b)* 983 quadri ed impiegati; *c)* 2.946 operai; *d)* 44 apprendisti.

Ciò detto, nel grafico che segue si dà evidenza dell'attuale struttura societaria del Gruppo Carraro.

GRAFICO 2.2 – Struttura societaria attuale del Gruppo Carraro



Dal Grafico 2.2 risulta che attualmente, vale a dire prima del processo di riassetto societario, la business unit “*Drivelines*”, a differenza delle altre, non è posta sotto il controllo diretto di un’unica entità giuridica. Al fine di realizzare obiettivi di efficienza gestionale, il vertice della Società ha predisposto il PROGETTO in commento, volto a creare una distinta sub-holding, partecipata dalla Capogruppo e da INTERNATIONAL, a cui conferire pressoché integralmente le attività riconducibili alla business unit “*Drivelines*”. In sintesi, gli obiettivi perseguiti con il PROGETTO sono principalmente quelli di:

- identificare con maggiore chiarezza le *performance* economico-patrimoniali della business unit, consentendo una maggiore visibilità sulle capacità di creazione di valore, a livello contabile, delle singole aree di business;
- disporre di un modello di *Governance* rispondente alle esigenze di una più efficiente ed efficace gestione delle singole business unit;
- accentrare al vertice del Gruppo l’erogazione di taluni servizi a beneficio delle società operative, consentendo a queste ultime di concentrarsi maggiormente sul proprio *core business*;
- perseguire migliori possibilità di crescita, anche ricorrendo a quotazioni e/o *partnerships* con altri operatori nell’ambito delle diverse aree di business.

Ciò detto, si ricorda che il PROGETTO si articolerà per fasi e, in particolare:

- con la prima, si procederà a conferire la quasi totalità delle attività della business unit “*Drivelines*” (di cui quelle di provenienza CARRARO oggetto della RELAZIONE) del Gruppo Carraro, come mostrato dal successivo Grafico 2.3;
- con la seconda, si procederà a conferire la partecipazione posseduta dalla Capogruppo in Carraro India Ltd (v. rappresentazione Grafico 2.4), previa acquisizione da parte di CARRARO della quota di Carraro India Ltd detenuta da INTERNATIONAL (pari al 49% del capitale sociale). Nell’ambito di questa fase, DRIVE TECH delibererà uno o più aumenti di capitale sociale, che saranno sottoscritti in denaro da parte di INTERNATIONAL, così

da ripristinare le percentuali di partecipazione previste nel PROGETTO (segnatamente CARRARO con una quota del 51% e INTERNATIONAL con una quota del 49%).

GRAFICO 2.3 – Struttura societaria del Gruppo Carraro al completamento della 1° fase

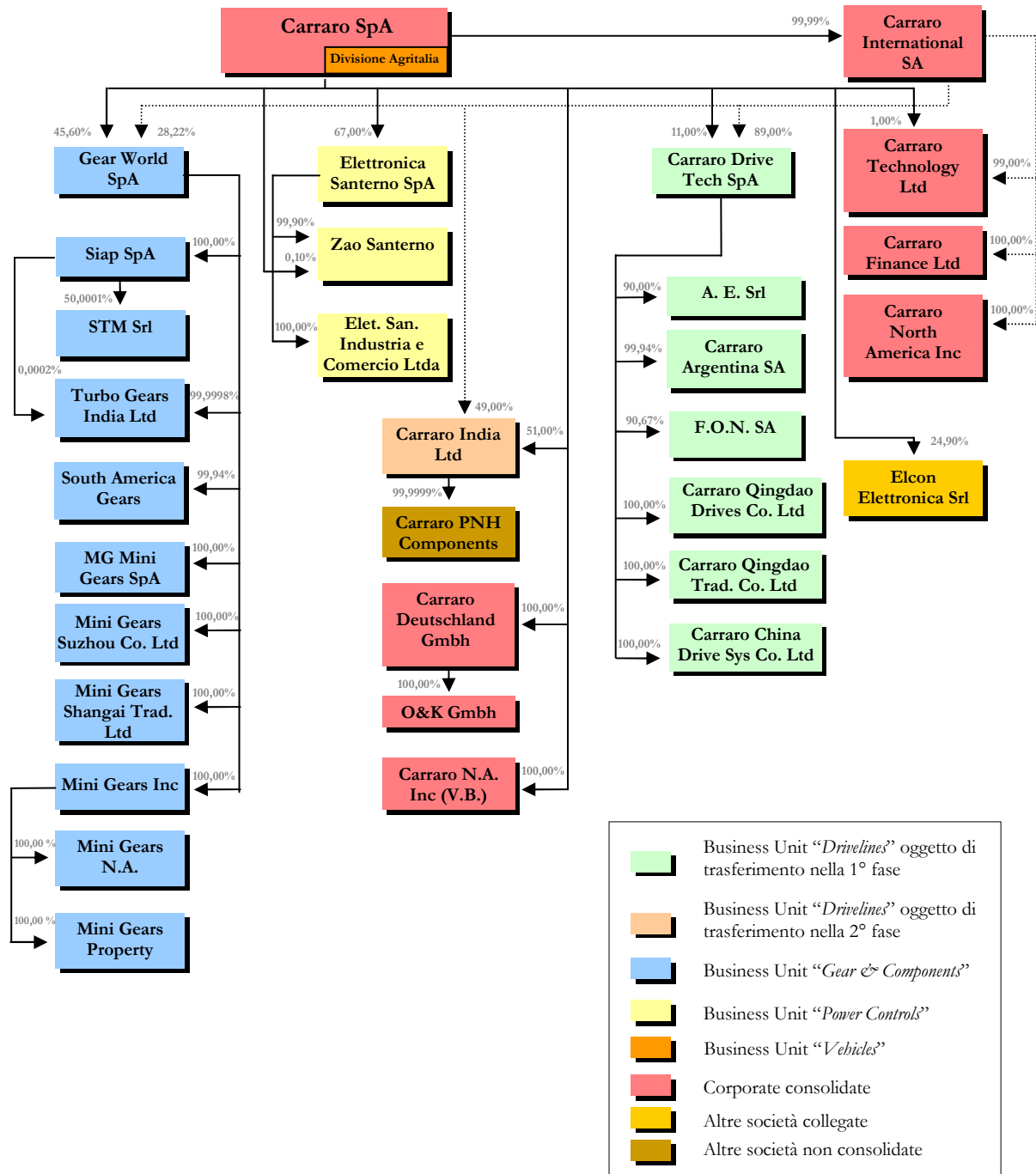
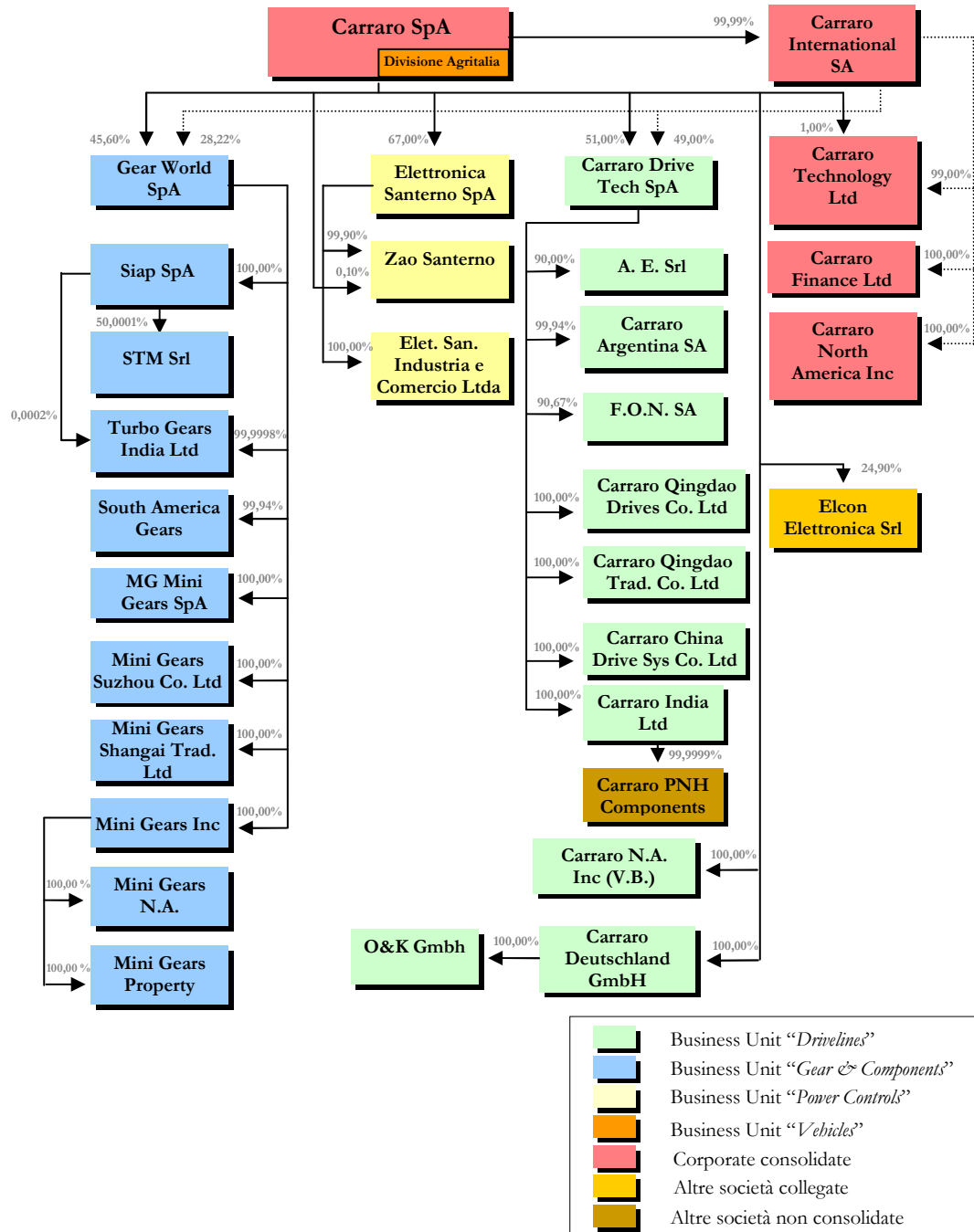


GRAFICO 2.4 – Struttura societaria del Gruppo Carraro al completamento del PROGETTO



In sintesi, a completamento del riassetto societario, il Gruppo sarà composto:

- a) dalla holding operativa CARRARO, la quale, come in precedenza scritto, si occuperà della:
 - i) gestione delle funzioni di indirizzo strategico, controllo, coordinamento nelle singole unità di business e delle attività riguardanti la

- gestione dei rischi e la gestione finanziaria delle singole società del Gruppo;
- ii) progettazione e produzione di macchine agricole, attraverso la divisione “Agritalia” gestita in affitto d’azienda;
- b) da tre sub-holding dedicate alla gestione operativa e commerciale delle distinte aree di business (“Drivelines”, “Gear and Components” e “Power Controls”).

2.2 La società conferente

La società conferente è Carraro SpA, con sede legale in Campodarsego (PD), via Olmo n. 37, Codice Fiscale, Partita Iva e iscrizione al Registro delle Imprese di Padova n. 00202040283, R.E.A. di Padova n. 84033. La società presenta un capitale sociale interamente versato pari a nominali 21.840 migliaia di euro e le sue azioni sono attualmente quotate al Mercato Telematico Azionario (MTA) di Borsa Italiana SpA.

Il controllo della Capogruppo è riconducibile alla Famiglia Carraro tramite la partecipazione nella società FINAID Srl, che detiene il 50,002% del capitale sociale di CARRARO; inoltre, taluni componenti della famiglia posseggono direttamente partecipazioni nel capitale sociale dell’Emittente.

Ciò premesso, nella Tabella 2.1 si riportano i soci che possiedono una quota di partecipazione superiore al 2%.

TABELLA 2.1 – Soci in possesso di una partecipazione al capitale sociale di CARRARO superiore al 2%
(valori in migliaia di euro)

Socio	Numero di azioni	Partecipazione al capitale
FINAID Srl	21.001	50,002%
Carraro Mario	1.680	3,999%
Carraro Francesco	1.182	2,815%
OYSTER SICAV	1.176	2,799%
BIPIEMME GESTIONI SGR SpA	846	2,013%

Si è già scritto che CARRARO riveste il ruolo di holding operativa del Gruppo e svolge la propria attività attraverso: i) la produzione, commercializzazione e progettazione di assali, trasmissioni e componenti meccanici in genere per varie

tipologie di macchine e macchinari; *ii*) la produzione di trattori; *iii*) l'assunzione di partecipazioni in altre società o enti; *iv*) il finanziamento e il coordinamento tecnico-finanziario delle società e degli enti nei quali essa partecipa.

Nel corso dell'esercizio 2007 CARRARO ha conseguito, a livello individuale, ricavi per 456.024 migliaia di euro, con un incremento del 2,68% rispetto a quelli conseguiti nell'esercizio 2006, pari a 444.105 migliaia di euro. L'utile d'esercizio 2007 è risultato pari a 7.631 migliaia di euro, mentre la posizione finanziaria netta alla chiusura dell'esercizio era negativa per 47.209 migliaia di euro, in miglioramento rispetto a quella risultante al termine dell'esercizio 2006, pari a 69.182 migliaia di euro. Il personale impiegato dalla Capogruppo ha registrato nel corso del 2007 un incremento del 5,83%, passando dalle 1.046 unità del 31 dicembre 2006 alle 1.107 unità del 31 dicembre 2007.

Si segnala infine che il bilancio consolidato 2007 di CARRARO si è chiuso con un fatturato di 813.734 migliaia di euro, con un incremento del 21,96% rispetto a quello conseguito nel precedente esercizio (667.183 migliaia di euro). L'utile di pertinenza del Gruppo è risultato pari a 15.587 migliaia di euro, con un miglioramento del 47,97% rispetto all'utile conseguito nell'esercizio 2006 (10.534 migliaia di euro).

2.3 La società conferitaria

La società conferitaria è Carraro Drive Tech SpA, con sede legale in Campodarsego (PD), via Olmo n. 37, Codice Fiscale, Partita Iva e iscrizione al Registro delle Imprese di Padova n. 04308180282, R.E.A. n. 379060. La società è stata costituita il 4 giugno 2008 e, attualmente, presenta un capitale sociale pari a nominali 120 migliaia di euro interamente posseduto dalla Capogruppo.

Lo statuto della CONFERITARIA prevede come oggetto sociale:

- la progettazione, produzione e commercializzazione di assali, trasmissioni, riduttori epicicloidali e componenti meccanici in genere per trattori, macchine movimento terra, carrelli elevatori, automobili, camion, generatori eolici, autobus e macchine speciali;

- la vendita di pezzi di ricambio;
- l’assunzione di partecipazioni in altre società od enti con la possibilità di svolgere, altresì, attività di coordinamento tecnico e finanziario.

2.4 Il perimetro del ramo d’azienda

Come anticipato, CARRARO conferirà a DRIVE TECH il proprio ramo d’azienda industriale, costituito dall’insieme di beni, diritti, obbligazioni, risorse umane e rapporti contrattuali afferenti alla business unit “*Drivelines*”, ivi comprese partecipazioni detenute da CARRARO in società del Gruppo operanti nella specifica area di business (v. *infra*);

Entrando in maggior dettaglio, il perimetro patrimoniale del ramo d’azienda è composto dalle seguenti attività e passività:

- i) impianti, macchinari, attrezzature industriali e commerciali e altri beni iscritti in bilancio;
- ii) brevetti, concessioni, licenze e altre condizioni produttive immateriali, siano essi iscritti o non iscritti a bilancio (quale, a titolo esemplificativo, il *know-how* tecnico-produttivo);
- iii) partecipazioni in società controllate afferenti alla business unit “*Drivelines*” che svolgono tipicamente attività produttiva e commerciale in stabilimenti situati in Italia e all’estero. In particolare, le partecipazioni in società controllate conferite nel corso della prima fase del PROGETTO sono Assali Emiliani Srl e Carraro Argentina SA;
- iv) magazzino materie prime, semilavorati e prodotti finiti;
- v) crediti verso la clientela, debiti di fornitura e altre partite creditorie e debitorie operative del capitale circolante;
- vi) la “posizione finanziaria netta”, costituita dai debiti finanziari verso banche e INTERNATIONAL, al netto delle attività finanziarie;
- vii) fondi per rischi e oneri correlati ai beni trasferiti, principalmente rappresentati da fondi per “garanzia prodotti”;

- viii) imposte differite passive ed attive, limitatamente a quelle relative a “differenze temporanee” di tassazione sulle voci contabili trasferite;
- ix) contratti di lavoro dipendente relativi a tutto il personale di CARRARO (unitamente ai connessi debiti per TFR e d’altro tipo), con esclusione dei contratti e delle voci patrimoniali relativi ad un numero limitato di dipendenti che rimarranno occupati presso la Capogruppo nei servizi amministrativi e di governo del Gruppo.

La descrizione analitica delle attività e passività che compongono il ramo e l’indicazione dei rispettivi valori contabili è svolta al successivo par. 4. Inoltre, si specifica sin da subito che il “perimetro” dell’azienda conferita non comprende né i terreni e i fabbricati degli stabilimenti “Drivelines”, né il marchio “Carraro”, né il *know-how* ingegneristico e progettuale: i beni in parola saranno di conseguenza direttamente mantenuti in capo a CARRARO. L’impiego di tali beni materiali e immateriali da parte della CONFERTARIA sarà regolato da contratti di locazione (per i terreni e i fabbricati) e da *royalties* (per il marchio e per il *know-how* ingegneristico e progettuale) disciplinati a condizioni di mercato. Per completezza, si segnala sin d’ora che le *royalties* che DRIVE TECH dovrà corrispondere per l’utilizzo del marchio “Carraro” sono definite sulla base delle indicazioni fornite in un parere tecnico in corso di redazione commissionato dalla Capogruppo ad un consulente terzo indipendente.

3. DATA DI RIFERIMENTO, DOCUMENTAZIONE CONSIDERATA E LIMITI DELLA STIMA

3.1 La data di riferimento della stima e la documentazione considerata

La data di riferimento della stima è il 31 dicembre 2007.

In esecuzione dell’incarico conferito, lo scrivente ha acquisito ed esaminato numerosi elementi informativi relativi alle società descritte in precedenza e ciò anche a seguito di approfonditi colloqui con il management di CARRARO.

I principali elementi informativi acquisiti ed esaminati sono di seguito richiamati:

- lo statuto societario della CONFERENTE;
- l’atto costitutivo della CONFERITARIA;
- gli statuti delle società partecipate da CARRARO che saranno oggetto di conferimento con il complesso aziendale;
- il bilancio d’esercizio al 31 dicembre 2007 di CARRARO, comprensivo dei relativi allegati;
- il bilancio consolidato al 31 dicembre 2007 del Gruppo Carraro, comprensivo dei relativi allegati;
- i bilanci al 31 dicembre 2007 delle società partecipate da CARRARO che saranno oggetto di conferimento con il complesso aziendale;
- la situazione patrimoniale al 31 dicembre 2007 del ramo d’azienda oggetto di conferimento da parte di CARRARO;
- il dettaglio al 31 dicembre 2007 degli elementi patrimoniali rientranti nel ramo d’azienda oggetto di conferimento da CARRARO;
- i dati previsionali della business unit “*Drivelines*” 2008-2010 trasmessi dalla CONFERENTE;
- la relazione di stima al 31 dicembre 2007 del valore di mercato in uso e del canone di locazione di mercato dei complessi immobiliari a destinazione industriale di proprietà di CARRARO siti in Campodarsego (PD), Gorizia (GO) e Rovigo (RO), redatta da Praxi SpA, in data 25 marzo 2008;
- la relazione di stima al 31 dicembre 2007 del valore di mercato in uso dei beni mobili conferiti da CARRARO, redatta da Praxi SpA, in data 30 maggio 2008;
- bozza della relazione del valore dei servizi infragruppo, redatta dallo Studio NCTM;
- il dettaglio dei c/c conferiti da CARRARO con il ramo d’azienda;

- la delibera del CdA del 16 giugno 2008, attestante *i)* l'approvazione del PROGETTO e *ii)* il regime contabile e fiscale di attuazione dell'operazione di conferimento.

La documentazione citata, insieme ad ogni altra informazione giudicata utile ai fini dell'esecuzione del presente incarico, è conservata presso lo studio di chi scrive.

3.2 I limiti della stima

La presente stima deve essere interpretata alla luce dei soli limiti sottesi al lavoro svolto. Tali limiti sono di seguito brevemente illustrati.

- Nell'esecuzione dell'incarico ricevuto, il sottoscritto ha fatto riferimento alla documentazione contabile e d'altro tipo così come prodotta dal management della Capogruppo, senza sottoporla a verifiche di attendibilità autonome. In altri termini, a fronte delle richieste informative dello scrivente, il management della Società ha trasmesso ampia e dettagliata documentazione, spesso completa di informazioni esplicative e in taluni casi verificata da Organismi di controllo indipendenti. Tale documentazione è stata utilizzata così come fornita dalla Società, facendo affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza di tutti gli elementi informativi, contabili e di altro tipo.

In particolare, il sottoscritto ha assunto a base delle proprie analisi e conclusioni i seguenti elementi informativi resi disponibili dal management di CARRARO:

- l'attestazione circa il regime contabile e fiscale di attuazione dell'operazione;
 - la situazione patrimoniale al 31 dicembre 2007 del ramo d'azienda conferito e la sua riconciliazione con lo stato patrimoniale di Carraro SpA alla data medesima;
 - le situazioni patrimoniali al 31 dicembre 2007 delle società partecipate da CARRARO oggetto di conferimento con il complesso aziendale;
 - i dati previsionali relativi al periodo 2008-2010 e la ragionevolezza dei criteri adottati per la loro costruzione.
- La valutazione effettuata si avvale, tra l'altro, di piani economici previsionali, i quali sono, per loro natura, incerti. Pertanto, pur assumendo che i dati contenuti in detti piani recepiscano le migliori stime ad oggi disponibili, non si può in alcun modo escludere la possibilità che si manifestino significativi scostamenti tra i valori a consuntivo e quelli riportati nei piani economici previsionali; ciò a causa dell'aleatorietà che condiziona l'effettivo realizzarsi di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il verificarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione. Parimenti, si fa presente che altri parametri impiegati nella valutazione (tassi di rendimento, *risk-free* di medio-lungo periodo, inflazione attesa e così via) risentono dei medesimi inevitabili fattori di incertezza sottesi a qualsivoglia anticipazione di eventi futuri.

4. DESCRIZIONE DELLE ATTIVITÀ E PASSIVITÀ OGGETTO DI CONFERIMENTO

Il ramo d'azienda oggetto di conferimento da parte di CARRARO si compone:

- della business unit “*Drivelines*”, la cui attività è svolta negli stabilimenti di Campodarsego (PD), Gorizia (GO) e Rovigo (RO), dove vengono realizzati “sistemi di trasmissione integrati” per applicazioni su strada e

- fuoristrada e, più precisamente: *a)* assali tradizionali; *b)* assali con sospensioni indipendenti; *c)* trasmissioni; *d)* riduttori epicicloidali;
- di partecipazioni di controllo in due società con sede, rispettivamente, in Italia e in Argentina. Entrambe le controllate producono sistemi di trasmissione integrati.

Le attività e le passività in oggetto sono desunte dalla situazione patrimoniale di conferimento al 31 dicembre 2007 predisposta dall'organo amministrativo di Carraro SpA ed approvata dallo stesso in data 16 giugno 2008. La situazione contabile è stata redatta sulla base dei valori risultanti dal bilancio di Carraro SpA al 31 dicembre 2007, approvato dall'assemblea dei soci del 23 aprile 2008 e certificato dai revisori della società PricewaterhouseCoopers SpA con relazione emessa in data 4 aprile 2008.

Ciò premesso, il bilancio al 31 dicembre 2007 di Carraro SpA evidenzia un patrimonio netto pari a 84.491 migliaia di euro, come si evince dalla tabella che segue.

TABELLA 4.1 – La situazione patrimoniale di Carraro SpA al 31 dicembre 2007
(valori in euro)

Attività	
Immobilizzazioni immateriali	6.088.832
Immobilizzazioni materiali	56.268.673
Immobilizzazioni finanziarie	80.419.581
<i>Totale attività immobilizzate</i>	<i>142.777.086</i>
Rimanenze finali	76.441.355
Crediti	89.026.791
- di cui ratei e risconti attivi	2.475.210
Cassa e banche	6.020.317
<i>Totale attività circolanti</i>	<i>171.488.463</i>
Totale Attivo	314.265.549
Passività	
Fondi rischi e oneri	6.650.757
Fondo TFR	11.473.230
Debiti	211.650.389
- di cui ratei e risconti passivi	1.295.122
Totale Passivo	229.774.376
Patrimonio netto contabile	84.491.173
Totale Passivo e Patrimonio netto	314.265.549

La situazione patrimoniale di conferimento evidenzia, a valori contabili riferiti al 31 dicembre 2007, un'eccedenza degli elementi attivi rispetto a quelli passivi di 1.113 migliaia di euro, come illustrato nella successiva Tabella 4.2.

TABELLA 4.2 – Valore netto contabile di conferimento del complesso aziendale
(valori in euro)

Attività	
Immobilizzazioni immateriali	1.945.415
Immobilizzazioni materiali	30.115.340
Immobilizzazioni finanziarie	16.328.996
<i>Totale attività immobilizzate</i>	<i>48.389.751</i>
Rimanenze finali	54.619.250
Crediti	47.345.254
- di cui ratei e risconti attivi	1.856.355
Disponibilità Liquide	6.014.906
<i>Totale attività circolanti</i>	<i>107.979.410</i>
Totale Attivo	156.369.161
Passività	
Fondi rischi e oneri	4.141.000
Fondo TFR	8.602.810
Debiti	142.512.214
- di cui ratei e risconti passivi	553.570
Totale Passivo	155.256.024
<i>Patrimonio netto contabile di conferimento</i>	<i>1.113.137</i>
Totale Passivo e Patrimonio netto	156.369.161

Nel seguito si descrivono le attività e le passività oggetto di conferimento, secondo la sequenza delle voci dello schema di bilancio d'esercizio e sulla base dei valori risultanti dalla situazione patrimoniale di conferimento al 31 dicembre 2007. Si specifica, inoltre, che le voci patrimoniali sono oggetto di illustrazione per aggregati omogenei. Non si descrivono – per esigenze di sintesi – i valori elementari componenti i saldi contabili, i quali, peraltro, sono identificati analiticamente al massimo livello di dettaglio nella documentazione custodita presso lo studio dello scrivente.

a) Immobilizzazioni immateriali

La voce, iscritta in bilancio al costo al netto dei relativi ammortamenti, ammonta complessivamente a 1.945.415 euro e risulta così composta:

i) 1.579.662 euro: costi per ricerche e sviluppo riferiti ai prodotti della business unit “*Drivelines*” ed iscritti nell’attivo in quanto correlati ad articoli che stanno generando benefici economici. L’importo totale iscritto in bilancio è così composto:

- 13.789 euro, Progetto Controllo *Power Shift*;
- 277.150 euro, Progetto Trasmissione 506 HS;
- 2.713 euro, Progetto Attrezzatura Calettamento Tronchi Trave;
- 423.915 euro, Progetto Gamma Deutz con freni;
- 645.600 euro, Progetto PTX MR2;
- 216.495 euro, Progetto Trasmissione HTR.

Si specifica, infine, che tali costi sono ammortizzati dalla società in quote costanti lungo le relative vite utili.

ii) 220.544 euro: immobilizzazioni in corso ed acconti, riferiti al progetto in fase di completamento relativo allo sviluppo di una trasmissione con inversore idraulico e relativo assale per carrelli.

iii) 145.209 euro: oneri delle registrazioni di brevetti industriali, al netto dei relativi ammortamenti.

b) Immobilizzazioni materiali

La voce, iscritta in bilancio al costo al netto dei relativi ammortamenti, ammonta complessivamente a 30.115.340 euro e risulta così composta:

- i) 15.880.871 euro, impianti e macchinari;
- ii) 7.376.813 euro, stampi e modelli;
- iii) 5.743.784 euro, attrezzature industriali e commerciali;
- iv) 104.113 euro, immobilizzazioni in corso e acconti;
- v) 1.009.759 euro, altre immobilizzazioni materiali.

Si specifica che talune immobilizzazioni materiali sono state iscritte nel bilancio della CONFERENTE, in sede di prima applicazione dei principi contabili internazionali

IAS/IFRS (1° gennaio 2004), al loro *fair value*, assunto come costo presunto di partenza nella prospettiva IAS/IFRS (*deemed cost*).

Il *fair value* è stato determinato sulla base di un'apposita perizia redatta dalla società Praxi SpA e asseverata in data 12 settembre 2005. A fronte di tale rivalutazione, i cui effetti sono sintetizzati nella successiva Tabella 4.3, la CONFERENTE ha iscritto una riserva di "prima adozione degli IAS/IFRS" per adeguamento del valore dei beni ammortizzabili, pari ad un valore complessivo di 22 milioni di euro, di cui 17 milioni di euro riferiti a immobilizzazioni materiali oggetto di conferimento.

TABELLA 4.3 – Dettaglio della riserva di "prima adozione degli IAS/IFRS"

(valori in migliaia di euro)

Descrizione	Rivalutazione	Effetto fiscale	Riserva	Riserva HQ	Riserva "Drivelines"
Terreni e fabbricati	6.590	- 2.455	4.135	4.135	-
Impianti generici	2.290	-853	1.437	1.437	-
IT	- 685	255	- 430	- 430	-
Impianti e macchinari	15.244	- 5.678	9.566	-	9.566
Stampi e modelli	3.633	- 1.353	2.280	-	2.280
Attrezzature industriali	6.613	- 2.463	4.150	-	4.150
Altre immobilizzazioni	1.670	- 622	1.048	-	1.048
Aut. Trasp. persone	24	- 9	15	15	-
Totale	35.379	-13.178	22.201	5.157	17.044

Successivamente alla valutazione prevista dalla "*first time application*", le immobilizzazioni sono state iscritte al costo di acquisizione. L'ammortamento è stato calcolato in quote costanti in base alla vita utile stimata dei beni, sulla base delle indicazioni fornite nella medesima perizia redatta da Praxi SpA, che aveva determinato il loro *fair value*.

Il valore contabile dei macchinari e degli impianti è sistematicamente sottoposto a verifica per rilevare eventuali perdite di valori. A tal proposito, si osserva che, in data 30 maggio 2008, la società Praxi SpA ha redatto, su incarico della CONFERENTE, una nuova perizia, da cui emerge un valore di mercato in uso (cd. "VMU") dei beni mobili costituenti il processo produttivo industriale del ramo d'azienda oggetto di conferimento complessivamente pari a 41.601.250 euro. Quest'ultimo risultato, se confrontato con il valore contabile netto dei medesimi beni, porta ad ottenere una plusvalenza lorda complessivamente pari a 12.058.999

euro, che, al netto degli effetti fiscali, conduce ad ottenere una plusvalenza netta pari a 8.629.341 euro. I valori dianzi richiamati, insieme a quelli dei beni non valutati nella perizia di Praxi SpA, trovano evidenza per classi di beni nella Tabella 4.4.

TABELLA 4.4 – Dettaglio del plusvalore netto per singola classe di beni

(valori in migliaia di euro)

Descrizione	Valore contabile netto	Valore corrente	Plusvalore lordo	Plusvalore netto
Impianti specifici	1.364.764	1.448.650	83.886	61.965
Grandi impianti specifici	5.789.342	7.592.900	1.803.558	1.320.832
Forni di trattamento	36.097	44.600	8.503	6.054
Impianti di depurazione	-	-	-	-
Macchinari automatici	8.607.720	13.404.200	4.796.480	3.427.630
Macchinari generici	82.948	129.900	46.952	33.155
Attrezzature specifiche per macchinari	1.339.887	1.787.100	447.213	315.797
Attrezzatura strum. lab. coll.	2.098.854	2.646.500	547.646	389.416
Attrezzi vari	1.024.455	1.167.500	143.045	103.255
Attrezzatura mensa aziendale	41.834	50.400	8.566	6.191
Attrezzatura trasp. mag. e non	1.019.708	1.369.800	350.092	251.400
Stampi	360.146	1.969.000	1.608.854	1.144.532
Modelli per fusione	7.016.667	8.950.100	1.933.433	1.368.484
Mobili arredi ufficio	422.518	553.100	130.582	93.565
Mobili arredi officina	248.551	328.600	80.049	57.280
Mezzi di trasporto interno	88.760	158.900	70.140	49.783
<i>Totale dei beni oggetto di valutazione da parte di Praxi SpA</i>	29.542.251	41.601.250	12.058.999	8.629.341
Utensileria ad utilizzo pluriennale	219.046	219.046	-	-
Macchine ordinarie ufficio	2.198	2.198	-	-
Macchine uff. elettrom. ed elettroniche	247.732	247.732	-	-
Immobilizzazioni in corso	104.113	104.113	-	-
<i>Totale dei beni non oggetto di valutazione da parte di Praxi SpA</i>	573.089	573.089	-	-
Totale complessivo	30.115.340	42.174.339	12.058.999	8.629.341

c) Immobilizzazioni finanziarie – partecipazioni in imprese controllate

La voce, pari a 16.328.996 euro, si riferisce a partecipazioni in imprese operanti nell'area di business "Drivelines" controllate da CARRARO e iscritte nel proprio bilancio al costo, ridotto in presenza di eventuali perdite di valore.

Nel seguito, si riporta, per ciascuna partecipazione oggetto di conferimento, il valore contabile al 31 dicembre 2007, la percentuale di possesso, il valore del patrimonio netto al 31 dicembre 2007 desunto dal bilancio redatto secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS nonché la quota di patrimonio netto di pertinenza di CARRARO.

TABELLA 4.5 – Partecipazioni in imprese controllate da CARRARO oggetto di conferimento

(valori in euro)

	Valore 31/12/2007	%	Patrimonio Netto (IAS)	Quota Patrimonio di pertinenza
Assali Emiliani Srl	36.000	90,00%	1.292.780	1.163.502
Carraro Argentina SA ²	16.292.996	99,94%	25.292.185	19.726.557
Totale	16.328.996			

Nel seguito si riporta una breve descrizione di ciascuna società della business unit “*Drivelines*” partecipata dalla Capogruppo ed oggetto di conferimento, accompagnata da una sintesi dei valori patrimoniali al 31 dicembre 2007.

Assali Emiliani Srl

La società Assali Emiliani Srl ha sede legale in Castello d’Argile (BO), via Provinciale Nord n. 45, Codice Fiscale, Partita Iva, iscrizione al Registro delle Imprese di Bologna n. 03710980966, R.E.A. n. 432979 e, al 31 dicembre 2007, impiega per lo svolgimento delle proprie attività 63 dipendenti. La successiva Tabella 4.6 riporta la situazione patrimoniale sintetica della società al 31 dicembre 2007.

TABELLA 4.6 – Situazione patrimoniale al 31 dicembre 2007 di Assali Emiliani Srl

(valori in migliaia di euro)

Attività		Passività	
Attivo corrente	16.312	Passivo corrente	15.012
		Passivo non corrente	987
Attivo non corrente	979	Totale Passivo	15.999
		Patrimonio netto	1.292
Totale Attivo	17.291	Totale Passivo e Patrimonio netto	17.291

Nel corso dell’esercizio 2007 Assali Emiliani Srl ha realizzato un fatturato pari a 29.983 migliaia di euro, ottenendo un utile d’esercizio pari a 692 migliaia di euro.

² Si specifica che, in data 26 giugno 2007, l’assemblea della società Carraro Argentina SA ha approvato un’operazione di scissione volta a separare l’area di business “*Drivelines*” da quella “*Gear and Components*”. L’operazione ha poi avuto efficacia dal 13 febbraio 2008, mentre gli effetti contabili sono decorsi dal 1° aprile 2008. Si segnala che il valore al 31 dicembre 2007 e la quota di Patrimonio netto di pertinenza, riportati nella Tabella 4.5, corrispondono al valore della sola business unit “*Drivelines*”.

Carraro Argentina SA

La società Carraro Argentina SA ha sede legale in Haedo, Provincia di Buenos Aires (Argentina), Valentin Gomez n. 577 e, al 31 dicembre 2007, impiega per lo svolgimento delle proprie attività 402 dipendenti. La successiva Tabella 4.7 riporta la situazione patrimoniale sintetica della società al 31 dicembre 2007.

TABELLA 4.7 – Situazione patrimoniale al 31 dicembre 2007 di Carraro Argentina SA
(valori in migliaia di euro)

Attività		Passività	
Attivo corrente	29.959	Passivo corrente	18.083
		Passivo non corrente	2.474
		Totale Passivo	20.557
Attivo non corrente	15.890	Patrimonio netto	25.292
Totale Attivo	45.849	Totale Passivo e Patrimonio netto	45.849

Nel corso dell'esercizio 2007 Carraro Argentina SA ha realizzato nelle aree di business "Drivelines" e "Gear and Components" un fatturato complessivo pari a 63.258 migliaia di euro, ottenendo un utile d'esercizio pari a 2.071 migliaia di euro.

d) Rimanenze finali

La voce, pari complessivamente a 60.719.250 euro, è iscritta in bilancio al minore tra il costo di acquisto o di produzione ed il valore di mercato. Il costo medio di produzione comprende il costo dei materiali, la manodopera ed i costi diretti ed indiretti di produzione. Le rimanenze finali sono svalutate per obsolescenza o lento realizzo. Il fondo svalutazione iscritto al 31 dicembre 2007 è pari ad 6.100.000 euro. Il valore netto contabile delle rimanenze è pertanto pari a 54.619.250 euro e risulta così dettagliato:

- i) 28.258.324 euro, materie prime;
- ii) 9.912.404 euro, semilavorati;
- iii) 16.203.392 euro, prodotti finiti;
- iv) 245.130 euro, merci in viaggio.

Tali beni, come indicato nella contabilità di magazzino della CONFERENTE, sono in giacenza presso i magazzini adiacenti ai tre stabilimenti di Campodarsego (PD), Gorizia (GO) e Rovigo (RO).

e) Crediti

La voce, pari complessivamente a 47.345.254 euro, si compone quanto a:

- i) 5.040.178 euro, di crediti per imposte anticipate. L'ammontare corrisponde essenzialmente al saldo netto, risultante a credito, legato alla rilevazione delle imposte differite sulle "differenze temporanee" di tassazione, calcolate limitatamente alle voci patrimoniali trasferite. In particolare, la voce include a) "differite attive" per 6.523.880 euro, correlate agli ammortamenti delle immobilizzazioni materiali, al fondo svalutazione rimanenze finali e fondo garanzia prodotti, e b) "differite passive" per 1.483.702 euro correlate alla rivalutazione TFR e agli ammortamenti delle immobilizzazioni materiali.

Coerentemente con il perimetro del complesso conferito, non sono considerate le imposte differite su voci patrimoniali che permangono in capo alla CONFERENTE.

- ii) 38.904.075 euro, di crediti verso clienti e, in dettaglio:
- 25.226.379 euro, di crediti verso Clienti Italia;
 - 15.362.641 euro, di crediti verso Clienti Estero;
 - 208.347 euro, di crediti verso Clienti in Contenzioso;
 - 93.722 euro, di crediti verso altri;
 - (1.987.014) euro, di fondo svalutazione crediti.

Si segnala che parte dei crediti verso clienti italiani ed esteri viene ceduta pro-soluto ad una società di *Factor* con mandato di riscossione del credito affidato a CARRARO. Dalle scritture contabili di quest'ultima si evince che i crediti verso clienti (al 31 dicembre 2007 pari a 74.883.643 euro) non sono estinti al momento della loro cessione e del relativo incasso del corrispettivo da parte del *Factor*, bensì quando l'originario creditore salda

il suo debito. Nel frattempo la contabilità della Capogruppo registra gli importi ceduti al *Factor* in un conto transitorio patrimoniale passivo, denominato “Conto Appoggio Partite Clienti Cessione *Factor*” (al 31 dicembre 2007 pari a 34.294.622 euro). Il saldo netto oggetto di conferimento rappresenta quindi l'ammontare dei crediti verso clienti italiani ed esteri non oggetto di cessione al 31 dicembre 2007.

- iii) 1.150.000 euro, di un credito finanziario verso la società controllata Assali Emiliani Srl. Tale credito, oggetto di conferimento, rappresenta il saldo al 31 dicembre 2007 della linea di credito concessa dalla CAPOGRUPPO ad Assali Emiliani Srl in data 1° gennaio 2007. Tale linea di credito, per un importo complessivo di 6,5 milioni di euro, è stata rinnovata al 31 dicembre 2007 ed ha scadenza il 31 dicembre 2008. Gli interessi sono calcolati sulla base di un tasso pari all'Euribor a 3 mesi, aumentato dell'1,6%, a cui si deve aggiungere una *Commitment fee* (1,2%), e una *Arrangement fee* (1%).
- iv) 394.646 euro, di altri crediti, di cui:
 - 37.789 euro, per crediti a medio termine;
 - 99.013 euro, per crediti diversi sorti nel corso dell'esercizio 2007;
 - 132.473 euro, per crediti diversi sorti nel corso dell'esercizio 2006;
 - 125.371 euro, per crediti diversi sorti nel corso dei precedenti esercizi;
- v) 1.856.355 euro, di ratei e risconti attivi, di cui:
 - 174.499 euro, per assicurazioni;
 - 1.197.717 euro, per compartecipazione stampi e attrezzature. Si specifica che la suddetta voce è riferita alla quota di costo per stampi non di proprietà. La società imputa tali importi a costi dell'esercizio in ragione del 20% dell'onere complessivamente sostenuto da CARRARO per predisporre gli stampi che sono utilizzati per la realizzazione di prodotti della business unit “*Drivelines*”. La società

conserva nel libro cespiti IAS/IFRS il dettaglio analitico della voce in esame;

- 233.185 euro, per costi di *Factor*;
- 250.954 euro, per altri ratei e risconti attivi.

f) Cassa e Banche

La voce ammonta complessivamente a 6.014.906 euro ed è così composta:

- i) 87.637 euro, cassa stabilimenti;
- ii) 5.927.269 euro, conti correnti bancari attivi.

g) Fondo rischi e oneri

La voce ammonta complessivamente a 4.141.000 euro ed è composta dal “Fondo garanzia prodotti”, riferito alla stima dei costi che la CONFERTARIA potrà sostenere per interventi di manutenzione e sostituzioni in garanzia di prodotti venduti a clienti nei precedenti esercizi dalla Conferente.

b) Fondo TFR

La voce ammonta complessivamente a 8.602.810 euro e comprende gli accantonamenti pregressi a titolo di trattamento di fine rapporto, al netto degli anticipi già erogati (pari a 4.805.176 euro), inerenti ai 760 dipendenti il cui contratto di lavoro sarà trasferito a DRIVE TECH. Il trattamento di fine rapporto, esposto al netto di quanto trasferito all'INPS (maturato dopo il 31 dicembre 2006) è trattato contabilmente come beneficio a prestazione definita e come tale ricalcolato a fine di ogni esercizio secondo un criterio statistico attuariale (cd. “*project unit credit method*”), che tiene conto anche degli effetti dell'attualizzazione finanziaria.

i) Debiti

La voce ammonta complessivamente a 142.512.214 euro e risulta così composta:

- i) 5.284.419 euro, di debiti verso banche, pari alla sommatoria dei conti correnti passivi oggetto di conferimento;

- ii) 46.000.000 euro, di un debito finanziario verso INTERNATIONAL. Tale debito, oggetto di conferimento, rappresenta parte della linea di credito concessa alla CONFERENTE da INTERNATIONAL in data 1° gennaio 2007, rinnovata al 31 dicembre 2007 ed avente scadenza il 31 dicembre 2008. Gli interessi sono calcolati sulla base di un tasso pari all'Euribor a 3 mesi aumentato dell'1,6%, a cui si deve aggiungere una *Commitment fee* (1,2%), e una *Arrangement fee* (1%);
- iii) 228.197 euro, di anticipi da clienti;
- iv) 86.620.413 euro, di debiti verso fornitori, comprensivo di fatture da ricevere;
- v) 3.825.615 euro, di altri debiti, di cui 3.578.443 euro per debiti verso il personale per ferie non godute, premi di produzione e debiti diversi;
- vi) 553.570 euro, di ratei passivi, di cui:
 - 515.943 euro, per ratei passivi sul costo del personale oggetto di trasferimento alla CONFERITARIA;
 - 37.627 euro, per ratei passivi su finanziamenti.

5. I CRITERI DI STIMA DEL COMPLESSO AZIENDALE CONFERITO DA CARRARO SPA

5.1 Il valore ricercato ai fini della stima

Come anticipato in premessa, in data 16 giugno 2008, l'Organo amministrativo della Capogruppo ha deliberato di eseguire il conferimento, con decorrenza 1° luglio 2008, del complesso aziendale di provenienza CARRARO a valori contabili, quali risultanti dalla situazione patrimoniale di conferimento approvata nel corso della medesima riunione consiliare. L'aumento di capitale al servizio dell'operazione è pertanto fissato in 1.113 migliaia di euro (v. *supra* Tabella 4.2); si ricorda che, contestualmente, è previsto un ulteriore aumento di 9.972 migliaia di euro per tenere conto dei beni apportati da INTERNATIONAL. A completamento della prima fase del PROGETTO (v. *supra* par. 2.1), il capitale sociale della CONFERITARIA sarà pertanto pari a 11.205 migliaia di euro.

Il riferimento ai “valori contabili” è dunque da tenere in considerazione in sede di determinazione del valore ricercato, che deve essere funzionale alla volontà espressa dagli organi amministrativi delle società coinvolte nel conferimento di dare seguito all’operazione in continuità di valori e, nel contempo, rispettando il disposto normativo, che, come precedentemente illustrato, richiede al perito di attestare che il valore del complesso aziendale oggetto di conferimento sia “*almeno pari*” a quello ad esso attribuito “*ai fini della determinazione del capitale sociale e dell’eventuale soprapprezzo*”.

Ciò considerato, i criteri valutativi che saranno applicati ai fini della presente stima sono ordinati ad attestare – su basi dimostrabili, obiettive e prudenti, tenuto conto delle deliberazioni assunte in sede consiliare – che il valore del complesso aziendale oggetto di conferimento sia “*almeno pari*” a 1.113 migliaia di euro, e ciò in conformità alle previsioni dell’art. 2343 del cod. civ.

5.2 I criteri di stima adottati

5.2.1 La scelta dei criteri di valutazione

L’operazione che richiede la RELAZIONE, come detto, è il conferimento della business unit “*Drivelines*” da parte di CARRARO a DRIVE TECH.

In tale prospettiva, la Capogruppo apporta un complesso aziendale funzionante, comprensivo sia di beni “di primo livello” (attività, diritti, obbligazioni, contratti, risorse personali), sia di beni “di secondo livello” (partecipazioni), che sono funzionalmente correlati e unitariamente destinati alla produzione di flussi di risultato.

Per la valutazione di un complesso aziendale comprensivo di beni “di primo livello” e “di secondo livello”, la dottrina e la prassi professionale individuano due procedimenti alternativi:

- un primo approccio determina il valore complessivo dell’aggregato aziendale come “somma delle parti” che lo compongono (con espressione inglese “*Sum of the Part*”);

- un secondo approccio considera in modo unitario l'aggregato aziendale, superando le distinzioni giuridiche e/o operative delle parti che lo compongono.

In sintesi, il primo procedimento comporta, mediante il metodo “a cascata”, l'analisi separata del valore dei beni “di secondo livello”, adottando, per ciascuno di essi, i criteri valutativi di volta in volta ritenuti più efficaci per esprimere il contenuto economico della porzione di aggregato oggetto di stima. Il secondo, invece, comporta l'utilizzo del bilancio consolidato di “aggregato”, ossia dell'intero complesso da conferire. Quest'ultimo approccio è preferibile quando: *i)* ciascun sottosistema dell'aggregato non è dotato di relativa autonomia, e *ii)* sono disponibili i dati consolidati dell'aggregato.

Nel caso in esame, lo scrivente ha ritenuto opportuno adottare questo secondo approccio estimativo, in quanto sia il ramo d'azienda sia le partecipazioni contenute in esso appartengono alla medesima area di business “*Drivelines*”. Allo stesso tempo, poi, si deve tenere presente che la valutazione di un complesso aziendale postula, in termini generali, non solo la stima analitica dei singoli beni, diritti e obbligazioni che compongono la sua struttura patrimoniale, ma anche, e soprattutto, un apprezzamento unitario e sistematico degli stessi come condizioni complementari destinate a generare flussi reddituali e finanziari. È noto, infatti, che il valore economico dell'azienda, intesa come complesso unitario di beni organizzati, non necessariamente coincide con la somma algebrica dei valori attribuibili ai singoli elementi che la integrano; esso, piuttosto, è il risultato dell'unitario e complessivo apprezzamento dei diversi beni e rapporti, materiali e immateriali, nelle reciproche relazioni sistematiche considerate, rispetto all'attitudine a generare nuova ricchezza.

Ciò premesso, la dottrina aziendale e la pratica professionale hanno elaborato differenti metodi per la determinazione del valore economico delle aziende. Tra di essi si ricordano sinteticamente i seguenti:

- criteri patrimoniali, che stimano il valore economico pari al valore corrente degli elementi attivi e passivi, iscritti e non iscritti a bilancio, che integrano il patrimonio aziendale;

- criteri reddituali, che calcolano il valore economico in funzione delle sole prospettive di reddito, considerate per orizzonti temporali limitati o illimitati, che l'azienda è in grado stabilmente di produrre;
- criteri misti patrimoniali–reddituali, che associano i principi essenziali dei criteri reddituali e di quelli patrimoniali. Tra questi, il più diffuso è il cosiddetto criterio misto UEC, che procede alla stima autonoma del valore di avviamento in funzione del “differenziale di reddito” rispetto al rendimento giudicato congruo, sommandone algebricamente il valore a quello del patrimonio netto aziendale espresso a valori correnti;
- criteri finanziari, che fondano il calcolo del valore economico sui flussi di cassa generati dall'azienda e disponibili per gli azionisti;
- criteri di mercato, che determinano il valore economico sulla base delle quotazioni dirette di Borsa (per le imprese quotate) o di moltiplicatori impliciti nei prezzi di borsa o in transazioni di società comparabili con quella oggetto di stima.

Nel caso di specie, la scelta dei criteri di valutazione, tra quelli usuali nella prassi, deve essere effettuata tenendo anche conto del fatto che la stima è asservita ad un'operazione di conferimento. Per quanto detto al par. 1, tali stime rispondono ad un'esigenza di tutela della cd. “effettività” del capitale della società che riceve il conferimento. In tale ottica, le stime in esame sono tradizionalmente ispirate al principio di prudenza e a una logica di dimostrabilità dei dati, vuoi nella scelta dei criteri di valutazione, vuoi nella stima delle variabili ed ipotesi applicative dei criteri prescelti.

Alla luce delle considerazioni sopra esposte, la determinazione del valore del complesso aziendale conferito di origine CARRARO è stata fondata sull'impiego di molteplici criteri di stima, vale a dire:

- il criterio *misto patrimoniale-reddituale UEC*;
- il criterio *reddituale* secondo l'approccio *equity side*.

In particolare, il metodo misto patrimoniale-reddituale UEC è stato applicato secondo l'approccio:

- a) *equity side*, che prevede la valutazione diretta del capitale netto del ramo oggetto di conferimento;
- b) *asset side*, che prevede la valutazione del capitale investito (anche "Enterprise value") rettificato del valore della posizione finanziaria netta di pertinenza del ramo conferito.

Il criterio reddituale è stato applicato sia nella versione *sintetica* sia in quella *analitica*:

- a) il criterio reddituale *sintetico* prevede la stima di una figura di reddito medio normale atteso, determinato come media (aritmetica o ponderata) dei flussi di reddito netto normale giudicati significativi. Ai fini che qui rilevano, sono assunti a riferimento i risultati reddituali dell'esercizio 2007 insieme ai risultati previsionali degli esercizi 2008, 2009 e 2010;
- b) il criterio reddituale *analitico*, con valore terminale, prevede la stima analitica dei flussi di reddito netto, conseguibili lungo l'arco temporale di piano e del valore attribuibile al termine dell'orizzonte temporale stimato analiticamente. Nel caso di specie, sono stimati analiticamente i flussi di reddito del triennio 2008-2010, mentre per la determinazione del valore terminale si è assunto a riferimento il flusso di reddito dell'ultimo esercizio di previsione analitica (il 2010), quale flusso a regime capitalizzato, secondo la formula della rendita perpetua. Si segnala che, prudenzialmente, nella stima della rendita perpetua collegata all'ultimo flusso di piano non si è considerato alcun fattore di crescita del flusso a regime (cd. "growth rate" o fattore "g").

In sintesi, i criteri e le relative varianti utilizzati ai fini della presente stima sono i seguenti:

TABELLA 5.1 – I metodi di stima utilizzati

<i>Criterio Misto UEC</i>	<i>Criterio reddituale</i>
1) <i>asset side</i>	1) <i>equity side</i> sintetico
2) <i>equity side</i>	2) <i>equity side</i> analitico

Tali criteri sono stati considerati di pari significatività nel definire il valore economico in quanto essi sono egualmente riconosciuti in dottrina ed utilizzati nella prassi. La scelta effettuata di adottare una molteplicità di criteri con ruolo principale è, infatti, motivata dal fatto che ciascun criterio tende a privilegiare una specifica determinante del valore aziendale, sicché il loro utilizzo congiunto consente di apprezzare, nel valore economico, i differenti profili di appetibilità dell'azienda. Si consideri infatti che:

- il criterio misto UEC è in grado di indicare il valore corrente della dimensione patrimoniale dell'azienda, opportunamente corretto in considerazione della remunerazione che il patrimonio riceve per effetto dello svolgimento della gestione aziendale;
- il criterio reddituale è in grado di valorizzare la capacità normale dell'azienda di generare flussi di risultato, a prescindere, in via diretta, dalla struttura del patrimonio aziendale; ciò, tra l'altro, è coerente con i modelli valutativi di qualsiasi forma di investimento, i quali si fondano, in linea di principio, sull'esclusivo apprezzamento dei flussi di risultato attesi dall'investimento considerato.

Il risultato finale della stima beneficia pertanto delle relazioni di complementarità che intercorrono tra i differenti criteri valutativi utilizzati; tale risultato esprime, quindi, una sintesi significativa della valorizzazione di differenti profili aziendali, tutti egualmente rilevanti nella prospettiva della stima del valore economico. L'utilizzo di più criteri consente, inoltre, di riscontrare reciprocamente la validità delle risultanze di ciascuno e di individuare un *range* significativo entro il quale collocare la sintesi valutativa.

Per contro, secondo consuetudine di prassi, non è stato utilizzato, come riferimento estimativo autonomo, il criterio *patrimoniale semplice*, in quanto, ad eccezione delle società immobiliari, tale criterio, da solo, non è considerato in grado di esprimere congruamente il valore economico di un'azienda.

Inoltre, non si è potuto utilizzare:

- il criterio *finanziario*, cui la prassi associa generalmente elevata significatività, in assenza di stime attendibili circa i flussi finanziari attesi pro-forma e circa le evoluzioni dei saldi patrimoniali del ramo d'azienda oggetto di conferimento;
- i criteri di mercato, in particolare il cd. criterio dei multipli, in considerazione: *i)* delle difficoltà riscontrate nel reperire sui mercati azionari società con caratteristiche, anche in termini di “*business model*”, comparabili con quelle del ramo d'azienda oggetto di conferimento e *ii)* del fatto che il complesso aziendale oggetto di conferimento riguarda comunque un ramo d'azienda, che, in quanto tale, presenta profili valutativi non adeguatamente considerati dal metodo di cui trattasi.

La sintetica illustrazione dei fondamenti concettuali dei criteri di valutazione prescelti è svolta nel seguito.

5.2.2 Il metodo UEC

Il metodo UEC definisce il valore economico di un'azienda in funzione sia della consistenza patrimoniale della stessa sia della sua attitudine a generare reddito, pari, cioè, alla somma del valore del patrimonio netto rettificato e del valore attuale dell'extrareddito, inteso come differenza tra il reddito normale atteso e il reddito giudicato soddisfacente rispetto al tipo di investimento considerato. Esso è tradizionalmente applicato calcolando il reddito medio-normale atteso al tempo della stima e confrontando tale flusso con la remunerazione ordinaria del capitale in essere a tale data. Il metodo UEC, nella sua versione tradizionale (cd. *equity side*), si traduce nella seguente formula applicativa:

$$W = K + (R_n - i \times K) a_{n-i'} \quad [1]$$

dove:

- W è il valore economico del capitale;
- K è il capitale netto rettificato, espresso cioè a valori correnti;
- R_n è il reddito netto normalizzato medio atteso;
- i è il tasso di rendimento giudicato soddisfacente in relazione alla tipologia di investimento considerato;
- i' è il tasso di attualizzazione;
- n è il periodo di attualizzazione del differenziale di reddito.

Di fatto il differenziale tra *a*) la capacità di generare reddito dell'investimento in capitale (R_n) e *b*) la congrua remunerazione di quest'ultimo (i x K) determina il cosiddetto sopra (o sotto) reddito che, considerato per un dato numero di anni (n) ed opportunamente attualizzato (al tasso i'), definisce il valore di avviamento.

L'orizzonte temporale (n) assunto a riferimento è pari, nelle varianti considerate (*equity side/asset side*), a 10 anni. L'ampio arco temporale considerato trova spiegazione nella sempre maggior importanza riconosciuta alla variabile reddituale nella formazione dei valori economici del capitale delle imprese.

Il criterio misto UEC è applicato anche nella versione cd. *asset side*. In tal caso la formula applicata per la determinazione del valore economico del capitale è la seguente:

$$W = K_o + (R_o - Wacc \times K_o) a_{n-i'} - D \quad [2]$$

dove:

- W è il valore economico del capitale;
- K_o è il capitale investito operativo netto rettificato sulla base dei valori correnti delle attività. Il capitale operativo è pari alla somma del

- capitale fisso al servizio dell'attività dell'impresa e del capitale circolante netto commerciale;
- R_o è il reddito operativo normalizzato medio atteso al netto delle imposte di competenza;
- $Wacc$ è il costo medio ponderato del capitale;
- D è la posizione finanziaria netta;
- i' è il tasso di attualizzazione;
- n è il periodo di attualizzazione del differenziale di reddito.

Nella variante del metodo descritta nell'algoritmo [2] il differenziale tra il reddito operativo (R_o) e la congrua remunerazione del capitale investito ($Wacc \times K_o$) definisce il "valore economico aggiunto" (il cd. EVA): se positivo è assimilabile al sovrareddito della tradizionale versione *equity side*; se negativo al sottoreddito della tradizionale versione del metodo. La formula $[K_o + (R_o - Wacc \times K_o) a_{n-i'}$] esprime il valore economico del capitale investito operativo (anche "Enterprise Value"), da cui dedurre il valore della posizione finanziaria netta (D) per ottenere la ricercata grandezza (W).

5.2.3 Il metodo reddituale

Il metodo reddituale determina il valore del capitale d'impresa in funzione della capacità del complesso aziendale di generare reddito in prospettiva futura. Tale criterio è utilizzato, nella prassi, secondo due configurazioni applicative: la versione *sintetica* e quella *analitica*. Nella versione *sintetica*, il criterio reddituale è applicato capitalizzando il reddito medio-normale atteso su un orizzonte temporale generalmente infinito; nella versione *analitica*, il criterio in parola è applicato attualizzando i redditi specifici attesi stimati lungo l'orizzonte di previsione analitica (m) e a cui sommare successivamente il reddito atteso stimato per l'anno successivo all'ultimo di previsione analitica ($m + 1$), capitalizzato lungo un orizzonte temporale finito o infinito. Nel caso di specie, il criterio reddituale, sia nella versione *sintetica* sia in quella *analitica*, è stato applicato in una prospettiva *equity side*.

Nella versione sintetica, il metodo reddituale si basa sulla seguente formula applicativa:

$$W = R_n / K_e \quad [3]$$

dove:

- W è il valore economico del capitale;
- R_n è il reddito netto normalizzato medio atteso;
- K_e è il costo opportunità del capitale proprio.

Secondo il metodo in esame, il reddito netto normalizzato medio atteso (R_n), è capitalizzato al costo opportunità del capitale proprio (K_e).

Si segnala che il flusso di reddito netto normalizzato atteso è da considerarsi quale flusso reale, privo cioè della componente inflazionistica, coerentemente con i dati trasmessi dal management di CARRARO. Ne consegue che anche il costo opportunità del capitale proprio, utilizzato per capitalizzare il flusso di reddito, è da considerarsi reale, oltre che al netto di imposta.

Nella versione analitica il metodo reddituale si basa sulla seguente formula applicativa:

$$W = \sum_{t=1}^m R_t \times v^t + V_f \cdot v^{m+1} \quad [4]$$

dove:

- R_t è il reddito netto atteso stimato per l'anno t;
- v^t sono i coefficienti di attualizzazione, uguali a 1/(1 + K_e)^t;
- K_e è il tasso di attualizzazione, pari al costo opportunità del capitale proprio;
- V_f è il valore finale dell'azienda nel tempo m + 1.

Più precisamente, i flussi di reddito netto considerati nelle varianti analitiche sono quelli attesi per gli esercizi 2008, 2009 e 2010, calcolati, nei termini meglio precisati nel seguito, muovendo dai dati previsionali trasmessi dalla CONFERENTE; il risultato atteso 2011 viene assunto, secondo la formula della rendita perpetua, ai fini della stima del cosiddetto valore residuo, cioè del valore al termine dell'orizzonte di piano (dunque oltre il 2010).

Il valore finale (V_f) è ottenuto, in genere, capitalizzando all'infinito il flusso netto di reddito atteso dell'anno $m + 1$, ad un tasso pari al costo del capitale di proprietà, che può essere rettificato del saggio di crescita di lungo termine (g).

5.3 I conti economici del ramo conferito

Come illustrato in precedenza, CARRARO conferirà a DRIVE TECH il proprio ramo d'azienda industriale costituito dall'insieme di beni, diritti, obbligazioni, risorse umane e rapporti contrattuali afferenti alla business unit “*Drivelines*”, ivi comprese le partecipazioni detenute da CARRARO in società del Gruppo operanti nella specifica area di business.

Tale circostanza comporta alcune complessità nella stima dei redditi pertinenti al ramo d'azienda conferito, dato che: *i*) i risultati gestionali “sub-consolidati” del ramo oggetto di conferimento non coincidono, ovviamente, con i risultati consolidati della società conferente; *ii*) alcune attività di CARRARO (terreni e fabbricati, marchio, *know-how* ingegneristico e progettuale, alcuni servizi centrali di Gruppo e così via) non sono oggetto di conferimento, ma saranno cedute in uso dalla società conferente alla società conferitaria.

Pertanto, si è reso necessario sviluppare da parte del management della CONFERENTE un processo di ricostruzione dei conti economici pro-forma del ramo conferito per rendere coerenti i dati reddituali correnti e prospettici del complesso aziendale con il “perimetro” delle attività e delle passività che saranno oggetto di trasferimento.

Tale processo è stato svolto in quattro fasi:

- i)* costruzione del conto economico pro-forma per il 2007, a partire dai dati consuntivi dell'esercizio;
- ii)* determinazione dei costi e dei ricavi per il riaddebito, da parte della Capogruppo, dei servizi direzionali e di governo sostenuti a favore del complesso trasferito;
- iii)* costruzione del conto economico pro-forma per il 2008, a partire dal *budget*;
- iv)* proiezione dei dati pro-forma dell'esercizio 2008 per il periodo 2009-2010.

Nella prima fase – elaborazione del conto economico pro-forma del 2007 – si è fatto riferimento al conto economico “sub-consolidato” 2007 di CARRARO e delle società controllate facenti parte del ramo d’azienda oggetto di conferimento. Il “sub-consolidato” 2007 è stato costruito: *i)* partendo dall’aggregazione dei conti economici della CONFERENTE e delle controllate trasferite utilizzati per la redazione del consolidato del Gruppo al 31 dicembre 2007; *ii)* apportando le rettifiche di consolidamento volte principalmente ad eliminare i saldi reddituali relativi alle operazioni intragruppo.

I dati del “sub-consolidato” così ottenuti sono stati poi rettificati al fine di renderli coerenti con il profilo patrimoniale del ramo conferito. In altri termini, si è proceduto ad operare talune rettifiche dei saldi reddituali, volte a: *i)* stornare i componenti di reddito relativi ad *asset* e risorse trattenuti in capo alla holding; *ii)* riflettere adeguatamente la struttura operativa e gestionale attesa della società conferitaria, che presenterà funzioni direzionali e di governo più snelle rispetto a quelle oggi svolte da CARRARO; *iii)* inserire le *royalties* sull’utilizzo sia del marchio “Carraro” sia del *know-how* ingegneristico e progettuale, non trasferiti con il complesso conferito, sulla base delle indicazioni fornite da un parere in corso di redazione commissionato dalla Capogruppo ad un consulente terzo indipendente; *iv)* normalizzare le voci di carattere eccezionale o non ricorrenti. Nel concreto, le

principali rettifiche, sempre effettuate tenendo conto del pertinente effetto fiscale, sono state le seguenti:

- storno degli ammortamenti sui fabbricati e impianti non trasferiti e considerazione di un costo per affitti passivi relativi all'utilizzo degli immobili da parte della CONFERTARIA;
- inserimento degli oneri finanziari commisurati ai debiti finanziari trasferiti insieme al ramo;
- determinazione del carico fiscale sul reddito ante imposte rettificato sulla base delle aliquote vigenti nei paesi di origine (Italia e Argentina).

Nella seconda fase – determinazione e inserimento dei costi e dei ricavi per i riaddebiti dei servizi direzionali e di Gruppo – il punto di partenza è stata la relazione in via di completamento commissionata allo Studio NCTM, che, anzitutto, ha identificato i servizi che la società conferente continuerà a svolgere a favore del ramo conferito (Human resources, Information Technologies, Business Development and Market Coordination, Finance, Controlling & Administration, Engineering and Innovation). Tali servizi sono pertanto oggetto di riaddebito in capo al ramo trasferito: per taluni servizi ciò avviene in base alla tecnica del “costo più un mark-up” di mercato; per altri servizi il riaddebito avviene invece “al costo”.

Per altro verso, con il conferimento del complesso aziendale oggetto della presente stima sono trasferite a DRIVE TECH alcune funzioni “centrali” (Commercial, After Sales, Cost Planning, Global sourcing, Quality department, Operations, Engineering, Supply Chain), che abbracciano attività svolte anche a favore di altre società della business unit “*Drivelines*” non appartenenti al ramo in oggetto. I costi di questi servizi sono quindi riaddebitati ad altre società della business unit, le quali saranno peraltro oggetto di conferimento da parte di INTERNATIONAL a favore di DRIVE TECH, nell'ambito del più ampio PROGETTO descritto in premessa.

La terza fase – costruzione del conto economico pro-forma per il 2008 – ha assunto quali punti di partenza: *i*) il *budget* di CARRARO per l'esercizio 2008 e *ii*) il conto economico “sub-consolidato” 2007, opportunamente rettificato, ottenuto

come sopra illustrato. A partire dalle rettifiche effettuate per elaborare il conto economico “sub-consolidato” 2007 sono stati “estratti” i valori relativi al ramo oggetto di conferimento dal *budget* 2008.

Infine, nell’ultima fase – proiezione dei dati del 2008 per il periodo 2009-2010 – i dati economici del 2008 sono stati “proiettati” per il periodo 2009-2010. Il management della Capogruppo ha sviluppato le proiezioni sul fondamento, in estrema sintesi, delle seguenti *assumptions*:

- graduale trasferimento di una parte dell’attività produttiva svolta dal ramo presso i nuovi *plant* produttivi già avviati dal Gruppo in Cina e in India, per i quali il management prevede il progressivo sviluppo;
- miglioramento della marginalità media del ramo, a seguito sia del trasferimento delle attività produttive a maggiore “intensità di lavoro” nei *plant* produttivi sopra menzionati, caratterizzati da un minor costo della manodopera, sia della razionalizzazione delle unità produttive presenti in Europa, con l’accentramento delle produzioni nei principali poli produttivi;
- incremento dei costi fissi, dovuto principalmente all’esigenza di accelerare le attività di ricerca e di sviluppo che saranno sviluppate nella business unit;
- determinazione dell’onerosità finanziaria sulla base di un tasso di interesse fisso del 6,5%, corrispondente al tasso attualmente applicato al *senior debt* oggetto di conferimento. Quest’ultima scelta è peraltro coerente con il fatto che i valori di piano sono stimati in termini “reali” e non considerano cioè gli effetti dell’inflazione.

I conti economici pro-forma del ramo conferito, come risultanti dal descritto processo, trovano sintesi nelle grandezze reddituali riportate nella successiva Tabella 5.2.

TABELLA 5.2 – Conti economici del ramo conferito da CARRARO

(valori arrotondati in migliaia di euro)

	2007	2008	2009	2010
Ricavi	435.803	504.523	467.683	441.289
Costi variabili	- 373.601	- 435.812	- 399.624	- 370.495
Margine variabile	62.202	68.711	68.059	70.794
Costi industriali	- 20.856	- 23.658	- 22.324	- 22.482
Margine industriale	41.346	45.053	45.735	48.313
<i>Overheads</i> specifici	- 24.907	- 28.710	- 30.518	- 34.746
<i>HQ allocation</i>	- 3.893	- 3.660	- 3.696	- 3.556
<i>HQ "Drivelines"</i>	837	1.489	1.906	2.097
Reddito operativo	13.383	14.173	13.427	12.108
Oneri finanziari	- 3.337	- 2.912	- 2.474	- 2.024
Reddito ante imposte	10.046	11.261	10.953	10.084
Imposte	- 4.832	- 5.522	- 5.133	- 4.876
Reddito netto	5.214	5.739	5.821	5.208

Il sottoscritto condivide l'impianto metodologico utilizzato per ricavare i risultati economici pro-forma del ramo, in mancanza di una contabilità direzionale che consentisse l'estrapolazione diretta di tali dati. Inoltre, chi scrive ritiene ragionevoli i criteri e le ipotesi che stanno alla base della costruzione di tali conti economici pro-forma.

Peraltro, si specifica che lo scrivente non ha svolto accertamenti autonomi sui risultati numerici del processo di costruzione dei dati reddituali pro-forma sopra descritto, né ha compiuto verifiche indipendenti sulla ragionevolezza delle ipotesi di sviluppo delle grandezze reddituali riflesse nel piano economico.

5.4 Le scelte applicative relative ai criteri adottati

Nel presente paragrafo si descrivono i profili metodologici ed applicativi maggiormente rilevanti per ciascun criterio valutativo impiegato nella stima, illustrando le scelte e le ipotesi principali che stanno alla base delle valutazioni e indicando le risultanze quantitative di ciascun criterio. La trattazione è svolta nei par. da 5.4.1 a 5.4.3, mentre il par. 5.5 presenta unitariamente le conclusioni valutative.

5.4.1 Il criterio misto UEC *equity side*

L'applicazione del criterio in esame richiede la stima dei parametri K , R_n , i , i' , n , come illustrato al par. 5.2.2.

Il *Capitale netto rettificato* (K) aggregato è stato determinato quale sommatoria dei valori del patrimonio netto rettificato del ramo aziendale (inteso in senso stretto, come meglio specificato in seguito) e dei patrimoni netti rettificati delle partecipazioni in Assali Emiliani Srl e in Carraro Argentina SA. Ciò detto, si è reso necessario innanzitutto calcolare il patrimonio netto contabile del ramo in senso stretto, sottraendo dal patrimonio netto contabile del complesso aziendale oggetto di conferimento i valori di carico delle partecipazioni (v. Tabella 5.3).

TABELLA 5.3 – Il patrimonio netto contabile in senso stretto del ramo alla data del 31 dicembre 2007
(valori in migliaia di euro)

Patrimonio netto contabile del complesso aziendale di origine CARRARO al 31.12.2007	1.113
- Partecipazione in Assali Emiliani Srl	- 36
- Partecipazione in Carraro Argentina SA	- 16.293
Patrimonio netto contabile in senso stretto del ramo di origine CARRARO al 31.12.2007	- 15.216

Il dato così ottenuto, unitamente ai patrimoni netti contabili di Assali Emiliani Srl e Carraro Argentina SA, è stato poi rettificato per tenere conto delle differenze calcolate tra: *i*) i valori degli elementi dell'attivo e del passivo determinati con le finalità e con i vincoli propri del bilancio di esercizio, e *ii*) i valori dei medesimi elementi patrimoniali riespressi ai fini della determinazione del valore economico della Società. In tal senso, le rettifiche apportate al patrimonio netto contabile del ramo in senso stretto riguardano la riespressione dei plusvalori latenti relativi ad alcune immobilizzazioni materiali sulla base della perizia redatta da Praxi SpA al 30 maggio 2008, già richiamata al precedente par. 4: la rettifica è accompagnata dalla considerazione dei pertinenti effetti fiscali. Per quanto concerne Assali Emiliani Srl e Carraro Argentina SA non sono state riscontrate plus(minus)valenze rispetto ai valori di libro, sicché il loro patrimonio netto contabile coincide con quello rettificato.

TABELLA 5.4 – Il patrimonio netto rettificato al 31 dicembre 2007

(valori in migliaia di euro)

	Ramo di origine CARRARO in senso stretto	Assali Emiliani Srl	Carraro Argentina SA
Patrimonio netto contabile al 31.12.07	- 15.216	1.163	19.727
Plusvalori netti	8.629	0	0
Patrimonio netto rettificato al 31.12.07	- 6.587	1.163	19.727

Il patrimonio netto rettificato aggregato (K) risulta quindi dalla somma algebrica tra il valore del patrimonio netto rettificato del ramo in senso stretto e quello delle singole partecipate.

TABELLA 5.5 – Il patrimonio netto rettificato aggregato (K)

(valori in migliaia di euro)

	Ramo di origine CARRARO in senso stretto	Assali Emiliani Srl	Carraro Argentina SA
Patrimonio netto rettificato al 31.12.07	- 6.587	1.163	19.727
Patrimonio netto rettificato aggregato al 31.12.07 (K)	14.303		

Il *reddito netto normalizzato medio atteso* (R_n) è stato definito assumendo a riferimento i redditi netti di competenza aggregati 2007 (consuntivo) e del triennio 2008-2010 trasmessi dalla Società e successivamente rielaborati in conformità con quanto illustrato al par. 5.3. I dati previsionali, redatti in euro costanti, sono stati oggetto delle seguenti rettifiche di normalizzazione:

- calcolo degli ammortamenti sui plusvalori accertati sul piano patrimoniale;
- calcolo delle imposte considerando le diverse basi imponibili derivanti dal processo di normalizzazione e sulla scorta dei *tax rate* vigenti in Italia e Argentina. Per i redditi prodotti sul territorio nazionale, che rappresentano la parte preponderante del flusso di reddito considerato, sono state adottate le aliquote attualmente vigenti (Irap al 3,9% e Ires al 27,5%).

Il reddito netto normalizzato medio atteso è stato quindi assunto pari alla media aritmetica dei dati del periodo 2007-2010. Nella tabella che segue si riassumono, per comodità espositiva, i valori indicati nella precedente Tabella 5.2.

TABELLA 5.6 – Il Reddito netto normalizzato medio atteso (R_n)

(valori in migliaia di euro)

	2007	2008	2009	2010
Reddito ante imposte	11.739	12.954	12.647	11.777
Ammortamento	- 1.693	- 1.693	- 1.693	- 1.693
Imposte	- 4.832	- 5.522	- 5.133	- 4.876
Reddito netto normalizzato	5.214	5.739	5.821	5.208
Reddito netto normalizzato medio	5.495			

Il tasso i esprime la remunerazione normale del capitale per investimenti aventi livello di rischio assimilabile a quello dell'azienda considerata; esso, nella versione *equity side* qui considerata, coincide con il costo del capitale proprio (K_e).

Il costo del capitale proprio (K_e) è stato determinato secondo l'approccio del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), che corregge il tasso “privo di rischio” per considerare un “premio al rischio” di mercato, rettificato del fattore *beta* espressivo della volatilità dei rendimenti dell'azienda considerata. In formula:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

dove:

R_f è il rendimento di investimenti privi di rischio (*risk-free*);

β è il coefficiente *beta*;

$(R_m - R_f)$ è l'*equity risk premium* tipico degli investimenti azionari.

Il tasso *risk-free* (R_f) assunto a riferimento per il calcolo – espressivo di un rendimento netto, nominale, privo di rischio – è stato quantificato in misura pari al 4,38% (Fonte *Il Sole 24 Ore*).

Il tasso *risk-free* è stato poi incrementato del cd. premio per il rischio. Esso è stato calcolato, sulla base della formula del CAPM, quale prodotto tra l'*equity risk premium* (ERP) di mercato (pari a $R_m - R_f$) e la misura di β .

L'ERP di mercato esprime la maggiore remunerazione richiesta per impieghi in capitale proprio rispetto ad impieghi a rischio sostanzialmente nullo. Esso è stato stimato in misura pari al 6,83%, fatto pari al valore intermedio tra le indicazioni al riguardo desumibili da primari *data base* finanziari (segnatamente Bloomberg e Damodaran), tenendo altresì conto delle tesi sostenute nella letteratura nazionale e internazionale. La percentuale indicata (6,83%), tra l'altro, è allineata alle più recenti indicazioni fornite dalla prassi.

Il β *levered* è stato determinato assumendo a riferimento il β *equity* di Carraro SpA desunto dalla banca dati *Bloomberg*, "delevereggiato" successivamente in funzione della struttura finanziaria del Gruppo, così da ottenere il β *unlevered*³. Tale dato è stato poi sottoposto al processo di *re-levering*, sulla base della struttura finanziaria obiettivo del ramo oggetto di conferimento. Il riferimento al β *levered* di Carraro SpA fornito dalla banca dati *Bloomberg* è stato ritenuto significativo ai fini che qui interessano, in quanto la business unit "*Drivelines*", oggetto di conferimento, rappresenta oltre il 70% dell'intera attività svolta dal Gruppo Carraro.

Ciò premesso, il costo del capitale proprio (K_e) è stato quantificato in misura pari al 14,23% e successivamente depurato dell'inflazione attesa (2,00%)⁴, coerentemente ai flussi previsionali considerati per la stima. A partire dai dati sopra illustrati, il tasso i espressivo del costo reale del capitale proprio è calcolato nella misura dell'11,99%.

Il tasso i di attualizzazione del sovrareddito ($R - i \times K$) è posto pari al saggio *free-risk* reale (2,33%).

³ Il passaggio dal beta *levered* a beta *unlevered* è stato effettuato applicando la formula di Hamada secondo la quale $\beta_{unlevered} = \beta_{levered} / \{1 + [(D / E) * (1 - t)]\}$.

⁴ Il passaggio da un tasso nominale a un tasso reale è stato effettuato applicando la formula di Fisher secondo cui il tasso reale = $[(1 + \text{tasso nominale}) / (1 + \text{tasso di inflazione atteso})] - 1$.

Il *periodo n* di attualizzazione è stato assunto, secondo l'orientamento prevalente della prassi, pari a 10 anni tenuto conto, altresì, della sostenibilità nel tempo della attuale posizione competitiva.

Il valore economico del complesso aziendale di origine CARRARO oggetto di conferimento, calcolato sulla base del criterio misto patrimoniale – reddituale (UEC) nella versione *equity side*, è riportato nella Tabella 5.7.

TABELLA 5.7 – Valore economico con il criterio misto patrimoniale – reddituale (UEC) nella versione *equity side*

	<i>(valori in migliaia di euro)</i>
Patrimonio netto rettificato aggregato (K)	14.303
Reddito netto normalizzato medio (R_n)	5.495
i	11,99%
$(R_n - i \times K)$	3.781
i'	2,33%
n	10
<i>Goodwill</i>	33.379
Valore del capitale del ramo origine CARRARO	47.682

5.4.2 Il criterio misto UEC *asset side*

L'applicazione del criterio in esame richiede la stima dei parametri K_o , R_o , i , i' , n e D , come illustrato al par. 5.2.2.

Il *Capitale investito operativo netto rettificato aggregato* (K_o) è stato determinato quale sommatoria del capitale investito operativo netto rettificato del ramo aziendale in senso stretto e del capitale investito operativo netto rettificato delle singole partecipazioni, entrambi determinati alla data di riferimento della stima. A sua volta, il capitale investito operativo netto rettificato del ramo in senso stretto e delle partecipazioni è pari alla sommatoria del capitale circolante netto commerciale e del capitale fisso al servizio dell'attività operativa.

Ora, preliminarmente alla determinazione del valore del capitale ricercato ai fini dell'applicazione del criterio UEC nella versione *asset side*, si è reso necessario determinare il capitale investito a valori contabili del ramo in senso stretto, pari cioè al capitale investito del complesso aziendale al netto del valore di carico delle partecipazioni conferite.

TABELLA 5.8 – Il capitale investito contabile del ramo alla data del 31 dicembre 2007

(valori in migliaia di euro)

Capitale investito contabile complessivo del ramo di origine CARRARO al 31.12.2007	156.369
- Partecipazione in Assali Emiliani Srl	- 36
- Partecipazione in Carraro Argentina SA	- 16.293
Capitale investito contabile in senso stretto del ramo di origine Carraro al 31.12.2007	140.040

Successivamente, il capitale investito a valori contabili del ramo in senso stretto, unitamente a quello delle partecipazioni conferite, deve essere rettificato in diminuzione delle passività operative.

TABELLA 5.9 – Il capitale investito netto contabile alla data del 31 dicembre 2007

(valori in migliaia di euro)

	Ramo di origine CARRARO in senso stretto	Assali Emiliani Srl	Carraro Argentina SA
Capitale investito contabile al 31.12.07	140.040	15.562	39.314
Storno delle passività operative presenti nel capitale circolante	- 103.934	- 11.907	- 21.543
Totale capitale investito netto contabile al 31.12.2007	36.106	3.655	17.771

Il capitale investito netto contabile è stato ulteriormente rettificato in diminuzione delle attività finanziarie (diverse dalle partecipazioni) per determinare il capitale investito operativo netto a valori contabili. Le rettifiche diminutive apportate al capitale investito netto contabile del ramo in senso stretto e delle partecipazioni in Assali Emiliani Srl e in Carraro Argentina SA sono di seguito riportate:

- a) la cassa e i conti correnti attivi (in quanto considerati nell'ambito della posizione finanziaria netta);
- b) il valore di carico delle attività finanziarie diverse dalle partecipazioni (in quanto considerati nell'ambito della posizione finanziaria netta).

TABELLA 5.10 – Il capitale investito operativo netto contabile alla data del 31 dicembre 2007

(valori in migliaia di euro)

	Ramo di origine CARRARO in senso stretto	Assali Emiliani Srl	Carraro Argentina SA
Capitale investito netto contabile al 31.12.07	36.106	3.655	17.771
Storno delle attività finanziarie	- 7.398	- 14	- 1.081
Totale capitale investito operativo netto contabile al 31.12.2007	28.708	3.641	16.690

Da ultimo, il capitale investito operativo netto rettificato è stato determinato rettificando il valore del capitale investito operativo netto contabile del ramo in senso stretto e delle partecipate conferite (Assali Emiliani Srl e Carraro Argentina SA) delle differenze calcolate tra: *i*) i valori degli elementi dell'attivo e del passivo determinati con le finalità e con i vincoli propri del bilancio di esercizio, e *ii*) i valori dei medesimi elementi patrimoniali riespressi ai fini della determinazione del valore economico delle singole Società. Le rettifiche apportate al capitale investito operativo del ramo in senso stretto riguardano, anche in questo caso, la riespressione dei plusvalori latenti, al netto del correlato effetto fiscale, relativi ad alcune immobilizzazioni materiali sulla base della perizia redatta da Praxi SpA il 30 maggio 2008.

Il capitale investito operativo netto rettificato aggregato (K_o) è quindi pari alla somma dei valori calcolati separatamente e indicati in Tabella 5.10, opportunamente rettificati per tenere conto dei plusvalori rispetto ai valori contabili (v. Tabella 5.11).

TABELLA 5.11 – Il capitale investito operativo netto rettificato aggregato (K_o)*(valori in migliaia di euro)*

	Ramo di origine CARRARO in senso stretto	Assali Emiliani Srl	Carraro Argentina SA
Capitale investito operativo netto contabile al 31.12.07	28.708	3.641	16.690
Plusvalenze nette	8.629	-	-
Totale capitale investito operativo netto rettificato al 31.12.2007	37.337	3.641	16.690
Capitale investito operativo netto aggregato (K_o)	57.668		

Il reddito operativo normalizzato medio atteso (R_o) è stato stimato in coerenza con la versione *asset side* del criterio. In particolare, ai fini della stima del reddito operativo normalizzato medio atteso netto da imposte sono stati assunti a riferimento i redditi operativi aggregati 2007 (consuntivo) e del triennio 2008-2010, simulati secondo il procedimento indicato al par. 5.3. I dati previsionali sono redatti in euro costanti e sono stati oggetto delle rettifiche di normalizzazione già commentate per la determinazione del reddito netto normalizzato in sede di applicazione del criterio UEC nella versione *equity side*.

Il reddito operativo normalizzato medio atteso è stato quindi assunto, prudenzialmente, pari alla media aritmetica dei dati del periodo 2007-2010.

TABELLA 5.12 – Il Reddito operativo normalizzato medio atteso (R_o)

(valori in migliaia di euro)

	2007	2008	2009	2010
Reddito operativo	15.076	15.867	15.120	13.802
Ammortamenti plusvalori	- 1.693	- 1.693	- 1.693	- 1.693
Imposte	- 5.759	- 6.421	- 5.897	- 5.515
Reddito operativo normalizzato	7.624	7.753	7.530	6.594
Reddito operativo normalizzato medio	7.375			

Il tasso i esprime la remunerazione normale del capitale operativo investito e, nell'applicazione del criterio UEC nella versione *asset side*, coincide con il costo medio ponderato del capitale ($Wacc$), espressione del tasso di onerosità del capitale di rischio (K_e) e di quello del capitale di debito (K_d). Al riguardo si è fatto riferimento alla formula:

$$Wacc = K_e \times \frac{E}{D + E} + K_d \times (1 - t) \times \frac{D}{D + E}$$

dove:

- K_e è il costo del capitale di rischio;
- K_d è il costo del capitale di debito;
- T è l'aliquota fiscale vigente;
- D è la posizione finanziaria netta;

E è il valore dell'*equity*.

Il costo del capitale proprio (K_e) è stato determinato secondo le medesime ipotesi descritte al paragrafo precedente ed è stato quindi quantificato nella misura del 14,23%.

Il costo del capitale di debito (K_d) rappresenta il costo medio del capitale di terzi oneroso ed è stato assunto pari al 6,5%, sul fondamento delle indicazioni desunte dai contratti di finanziamento attualmente in essere con terzi finanziatori.

La struttura finanziaria assunta a riferimento per il calcolo del costo medio ponderato del capitale è stata ipotizzata composta in misura paritetica da capitale di rischio e da capitale di debito, pari cioè alla struttura finanziaria obiettivo che dovrebbe assumere in prospettiva la business unit “*Drivelines*” in capo alla CONFERITARIA.

Tutto ciò premesso, il costo medio ponderato del capitale ($Wacc$), calcolato sulla base dei parametri indicati, è stato poi depurato dell'inflazione attesa (2,00%), coerentemente con il flusso di reddito operativo normalizzato medio atteso.

Il tasso espressivo della remunerazione normale del capitale operativo investito è quindi pari al 7,20%.

Il tasso i di attualizzazione del sovrareddito annuo ($R_o - i \times K_o$) è posto pari al saggio *free-risk* reale (2,33%).

Il periodo n di attualizzazione è stato assunto pari a 10 anni, similmente alla durata assunta nella versione *equity side* del metodo.

La *posizione finanziaria netta* (D) da sommare algebricamente al valore del capitale operativo è fatta pari alla somma algebrica tra le passività e le attività finanziarie del complesso aziendale oggetto di conferimento alla data di riferimento della stima.

Il valore economico del complesso aziendale di origine CARRARO oggetto di conferimento, calcolato sulla base del criterio misto patrimoniale – reddituale (UEC) nella versione *asset side*, è riportato nella tabella 5.13.

TABELLA 5.13 – Valore economico con il criterio misto patrimoniale – reddituale (UEC) nella versione *asset side*

	<i>(valori in migliaia di euro)</i>
Capitale investito operativo netto rettificato aggregato (K_o)	57.668
Reddito operativo normalizzato medio (R_o)	7.375
i	7,20%
$(R_o - i * K_o)$	3.224
i'	2,33%
n	10
<i>Valore economico aggiuntivo</i>	28.460
Valore economico del capitale investito operativo	86.129
Posizione finanziaria netta (D)	- 43.366
Valore del capitale del ramo di origine CARRARO	42.763

5.4.3 Il criterio reddituale *equity side*

Come illustrato al par. 5.2.3 il criterio reddituale è stato applicato sia nella versione *sintetica* sia nella versione *analitica*.

5.4.3.1 Il criterio reddituale nella versione *sintetica*

L'applicazione del criterio reddituale nella versione *sintetica* richiede (v. *supra* par. 5.2.3) la determinazione del reddito netto normalizzato medio atteso e del costo opportunità del capitale proprio (K_e).

Il *reddito netto normalizzato medio* (R_n) è stato determinato come media aritmetica dei flussi di reddito netto aggregato giudicati significativi. Sono stati quindi assunti a riferimento i risultati reddituali aggregati 2007 (consuntivo) e i risultati previsionali del triennio 2008-2010, ai quali sono state apportate le rettifiche di normalizzazione già considerate al fine dell'applicazione del criterio UEC (v. *supra* par. 5.4.1). Il *reddito netto normalizzato medio* è quindi pari a 5.495 migliaia di euro.

Il tasso K_e utilizzato per la capitalizzazione del flusso di reddito netto normalizzato medio coincide con il saggio i del criterio misto UEC nella versione *equity side*: esso è pertanto pari all'11,99%.

Il valore economico del ramo oggetto di conferimento di origine CARRARO calcolato sulla base del criterio reddituale sintetico, è riportato nella Tabella 5.14.

TABELLA 5.14 – Valore economico del ramo di origine CARRARO secondo il criterio reddituale *sintetico*
(valori in migliaia di euro)

Reddito netto normalizzato medio (R_n)	5.495
K_e	11,99%
Valore economico del ramo	45.850

5.4.3.2 *Il criterio reddituale nella versione analitica*

L'applicazione del criterio reddituale nella versione analitica richiede la determinazione dei redditi analitici del periodo 2008-2010, del tasso di attualizzazione (K_e) e del valore finale (V_t), ottenuto capitalizzando il flusso di reddito del periodo successivo a quello di previsione analitica (vale a dire quello al 2011) al saggio K_e .

I redditi attesi coincidono con quelli utilizzati sia per il criterio misto UEC, nella versione *equity side*, sia per il criterio reddituale *sintetico*. Come detto si tratta di dati normalizzati, deflazionati e netti di imposta. Il flusso di reddito terminale è stato prudenzialmente definito pari al reddito netto normalizzato dell'ultimo anno di previsione analitica (2010), considerando un saggio “ g ” di crescita di lungo termine pari a zero.

Il tasso K_e , utilizzato per l'attualizzazione dei singoli flussi di reddito del periodo analitico di stima, coincide sia con il saggio i del criterio misto UEC, nella versione *equity side*, sia con il tasso di capitalizzazione utilizzato con il criterio reddituale *sintetico*: esso è pertanto pari all'11,99%. Tale saggio è anche utilizzato per la capitalizzazione del flusso terminale, avendo prudenzialmente assunto un fattore “ g ” pari a zero.

Il valore economico del ramo oggetto di conferimento di origine CARRARO calcolato sulla base del criterio reddituale *analitico*, è riportato nella Tabella 5.15.

TABELLA 5.15 – Valore economico del ramo di origine CARRARO secondo il criterio reddituale *analitico*
(valori in migliaia di euro)

	2008	2009	2010
Reddito netto normalizzato (R_t)	5.739	5.821	5.208
K_e (11,99%)			
Valore attuale del reddito netto normalizzato	5.124	4.641	3.709
Sommatoria del valore attuale del reddito netto normalizzato	13.474		
Valore finale	30.943		
Valore economico del ramo	44.417		

5.5 I risultati della valutazione peritale

A completamento della valutazione peritale, si riepiloga nella tabella che segue il valore del complesso aziendale conferito dalla Capogruppo per ciascun criterio di valutazione adottato dallo scrivente.

TABELLA 5.16 – Il valore del complesso aziendale conferito da Carraro identificato da ciascun criterio adottato

	Valore
Criterio misto UEC <i>equity side</i>	47.682
Criterio misto UEC <i>asset side</i>	42.763
Criterio reddituale <i>sintetico</i>	45.850
Criterio reddituale <i>analitico</i>	44.417

6. CONCLUSIONI

Alla luce delle considerazioni espone nella presente relazione, il valore stimato del ramo d'azienda oggetto di conferimento risulta compreso tra un minimo di 42.763 migliaia di euro, ottenuto dall'applicazione del metodo misto UEC *asset side*, ed un massimo di 47.682 migliaia di euro, ottenuto dall'applicazione del metodo misto UEC *equity side*. Ad evidenza, il valore di conferimento del ramo d'azienda, pari a 1.113 migliaia di euro, è inferiore al limite minimo stimato a seguito del processo valutativo condotto.

Ciò considerato, lo scrivente attesta, ai sensi e per gli effetti del primo comma dell'art. 2343 del codice civile, che il valore del ramo d'azienda destinato ad essere

conferito in Carraro Drive Tech SpA da parte di Carraro SpA è almeno pari al valore dell'aumento di capitale al servizio del conferimento in via di esecuzione da parte di Carraro Drive Tech SpA fissato in 1.113.138 euro, comprensivo di eventuale sovrapprezzo.

Prof. Marco Reboa

Prof. Marco Reboa

**RELAZIONE PERITALE DI STIMA,
AI SENSI DELL'ART. 2343 COD. CIV.,
DELLE PARTECIPAZIONI
DI CARRARO INTERNATIONAL SA
OGGETTO DI CONFERIMENTO
A CARRARO DRIVE TECH SPA**

INDICE

1. OGGETTO E FINALITÀ DELLA STIMA	3
2. LINEAMENTI DELL'OPERAZIONE DI CONFERIMENTO.....	5
2.1 Il Gruppo Carraro e il progetto di riorganizzazione.....	6
2.2 La società conferente	13
2.3 La società conferitaria	13
3. DATA DI RIFERIMENTO, DOCUMENTAZIONE CONSIDERATA E LIMITI DELLA STIMA	14
3.1 La data di riferimento della stima e la documentazione considerata.....	14
3.2 I limiti della stima.....	15
4. DESCRIZIONE DELLE PARTECIPAZIONI OGGETTO DI CONFERIMENTO.....	16
5. I CRITERI DI STIMA DEL VALORE DELLE PARTECIPAZIONI CONFERITE DA CARRARO INTERNATIONAL SA.....	20
5.1 Il valore ricercato ai fini della stima	20
5.2 I criteri di stima adottati	21
5.2.1 La scelta dei criteri di valutazione	21
5.2.2 Il metodo UEC	26
5.2.3 Il metodo reddituale	27
5.3 I conti economici delle società partecipate conferite.....	29
5.4 Le scelte applicative relative ai criteri adottati	33
5.4.1 Il criterio misto UEC.....	34
5.4.2 Il criterio reddituale	37
5.4.2.1 Il criterio reddituale nella versione sintetica	37
5.4.2.2 Il criterio reddituale nella versione analitica	39
5.4.3 La valutazione di Carraro Qingdao Trading Co. Ltd.....	41
5.5 I risultati della valutazione peritale.....	41
6. CONCLUSIONI	42

1. OGGETTO E FINALITÀ DELLA STIMA

In data 20 giugno 2008 il Consiglio di Amministrazione di Carraro International SA, società controllata da Carraro SpA, ha deliberato di conferire le partecipazioni detenute in Carraro China Drive Systems Co. Ltd, Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd, Carraro Qingdao Trading Co. Ltd e Fabryka Osi Napędowych SA nella società Carraro Drive Tech SpA.

Tali operazioni sono da inquadrare nell'ambito di un più ampio progetto di riorganizzazione societaria che interessa il gruppo che fa capo a Carraro SpA (nel seguito "CARRARO" o la "Capogruppo"), approvato dal Consiglio di Amministrazione di quest'ultima nella riunione del 16 giugno 2008.

Il progetto di riorganizzazione (di seguito il "PROGETTO") è essenzialmente volto alla separazione giuridica dell'unità di business "*Drivelines*" – afferente alla produzione e commercializzazione di sistemi di trasmissione per applicazioni *on* e *off highway* – nella prospettiva di allineare la struttura societaria del Gruppo, anche da un punto di vista formale, al modello di gestione e controllo attualmente vigente che, di fatto, è articolato in quattro distinte unità di business (rispettivamente denominate "*Drivelines*", "*Gear and Components*", "*Power Controls*" e "*Vehicles*", nel dettaglio descritte al successivo par. 2.1).

Il progetto ha preso avvio con la costituzione, in data 4 giugno 2008, di una nuova entità giuridica denominata Carraro Drive Tech SpA (di seguito, anche "DRIVE TECH" o la "CONFERITARIA"), nella quale:

- Carraro International SA (di seguito, anche "INTERNATIONAL" o la "CONFERENTE") conferirà proprie partecipazioni in società operanti nella business unit "*Drivelines*";
- CARRARO conferirà il proprio ramo d'azienda, rappresentato da: *i*) l'insieme di attività e passività afferenti, per l'appunto, la business unit "*Drivelines*"; *ii*) le partecipazioni dalla stessa detenute nelle società del Gruppo attive nella medesima area di business.

Sin da subito si precisa che, a completamento del PROGETTO, DRIVE TECH risulterà partecipata da INTERNATIONAL al 49% e dalla Capogruppo al 51%. CARRARO continuerà a svolgere le funzioni di indirizzo strategico, controllo, coordinamento delle quattro aree di business in cui opera il Gruppo e a presidiare la gestione finanziaria delle società direttamente o indirettamente controllate.

Le operazioni di conferimento da parte delle due società (vale a dire INTERNATIONAL e CARRARO) sono sottoposte alle disposizioni del comma 1 dell'art. 2343 cod. civ., il quale prevede che chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare una *“relazione giurata ... [redatta da] un esperto designato [su istanza dello stesso soggetto conferente] dal tribunale nel cui circondario ha sede la società [conferitaria]”*. In tale contesto, a seguito di domanda congiunta delle conferenti presentata il 24 gennaio 2008, il sottoscritto Prof. Marco Reboa, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti di Milano e nel Registro dei Revisori Contabili, è stato designato in data 1° marzo 2008 dal Giudice del Tribunale di Padova, Dott.ssa Daniela Bruni, esperto incaricato di redigere la presente relazione di stima (di seguito, la *“RELAZIONE”*).

Ciò premesso, la RELAZIONE, stante il contesto normativo che la impone, è di seguito sviluppata in via strumentale rispetto alla funzione di *“garanzia”* ad essa assegnata dalle prescrizioni dianzi richiamate. Tale funzione è ordinata a salvaguardare l'integrità patrimoniale della conferitaria a fronte del conferimento effettuato dalla società conferente; il fine è quello di evitare che, mediante una sovrastima del valore dei beni conferiti (nel caso in esame, le partecipazioni), risulti alterato il patrimonio netto dell'entità conferitaria. Il tutto trova sintesi nell'attestazione rilasciata dall'esperto, volta a garantire che, in aderenza alla lettera della legge, i valori delle partecipazioni oggetto di conferimento siano *“almeno pari”* (o *“non inferiore”*) a quelli ad essi *“attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo”*. In base al disposto del citato art. 2343 cod. civ., la relazione dell'esperto incaricato deve contenere la descrizione *“dei beni o dei crediti conferiti”*, l'indicazione dei *“criteri di valutazione seguiti”* e, da ultimo, l'attestazione menzionata.

Nel caso di specie, il progetto di riorganizzazione del Gruppo Carraro prevede che in questa prima fase (v. *infra* par. 2.1) il capitale sociale di DRIVE TECH passi da 120 migliaia di euro a 11.205 migliaia di euro. Tale ultimo valore risulta dalla sommatoria dei valori attribuiti:

- i) alle singole partecipazioni conferite da INTERNATIONAL, per complessivi 9.972 migliaia di euro, che verranno di seguito meglio dettagliate;
- ii) al complesso aziendale conferito da CARRARO, per 1.113 migliaia di euro.

In conclusione, per quanto ora esposto, la RELAZIONE in oggetto è ordinata ad accertare che il valore dei beni conferiti da INTERNATIONAL sia “*almeno pari*” a:

- 7.384 migliaia di euro, per la partecipazione in Carraro China Drive Systems Co. Ltd;
- 1.050 migliaia di euro, per la partecipazione in Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd;
- 170 migliaia di euro, per la partecipazione in Carraro Qingdao Trading Co. Ltd;
- 1.368 migliaia di euro, per la partecipazione in Fabryka Osi Napedowych SA.

In conclusione, per quanto sopra esposto, la presente RELAZIONE è volta ad accertare che il valore delle partecipazioni conferite da INTERNATIONAL sia “*almeno pari*” a complessivi 9.972 migliaia di euro; ciò sulla base di analisi volte a dare evidenza al “fondamento economico” dei valori assegnati ai beni oggetto di conferimento.

Per completezza, si segnala che lo scrivente ha redatto analoga attestazione a beneficio dell'altra conferente (CARRARO), al fine di accertare che anche il valore dei beni della medesima conferiti in DRIVE TECH (si ricorda pari a 1.113 migliaia di euro) risponda ai requisiti contenuti nel citato art. 2343 cod. civ.

2. LINEAMENTI DELL'OPERAZIONE DI CONFERIMENTO

Nel seguito si presentano brevemente:

- il Gruppo Carraro e il progetto di riorganizzazione societaria (par. 2.1);
- la società conferente: INTERNATIONAL (par. 2.2);
- la società conferitaria: DRIVE TECH (par. 2.3).

2.1 Il Gruppo Carraro e il progetto di riorganizzazione

Il Gruppo Carraro opera a livello internazionale nel comparto della meccanica in quattro specifiche aree di business: la business unit “*Drivelines*”, la business unit “*Gear and Components*”, la business unit “*Power Controls*” e la business unit “*Vehicles*”.

Nello specifico:

- la business unit “*Drivelines*”, che rappresenta il *core business* del Gruppo, riguarda la progettazione e realizzazione dei sistemi di trasmissione integrati per applicazioni su strada e fuoristrada. I beni prodotti sono classificabili in tre tipologie – gli assali, le trasmissioni e i riduttori – e sono destinati a trovare impiego come componenti per la produzione di: *a)* macchine agricole; *b)* macchine movimento terra; *c)* carrelli elevatori; *d)* veicoli commerciali leggeri; *e)* automobili e *f)* applicazioni stazionarie (quali, a titolo esemplificativo, gli ascensori e le scale mobili). Le entità legali attualmente operanti nella business unit “*Drivelines*” sono, oltre alla Capogruppo, nove società situate in Argentina, Cina, Germania, India, Italia e Polonia. I dati consuntivi del 2007 mostrano un fatturato complessivo verso terzi pari a 599 milioni di euro, con un incremento dell’11,28% rispetto a quello conseguito nell’esercizio precedente, pari a 539 milioni di euro;
- la business unit “*Gear and Components*” riguarda i prodotti del Gruppo afferenti alla componentistica, quali ingranaggi, assemblati, stampati e variatori di fase. Tali prodotti trovano utilizzo in differenti ambiti tra cui, a titolo esemplificativo: *a)* sistemi di trasmissione per i veicoli movimento terra; *b)* sistemi di trasmissione dei generatori eolici; *c)* applicazioni ferroviarie; *d)* *automotive*; *e)* *material handling*; *f)* elettrotensili professionali; *g)* strumenti per giardinaggio. La business unit è presidiata dalla sub-holding

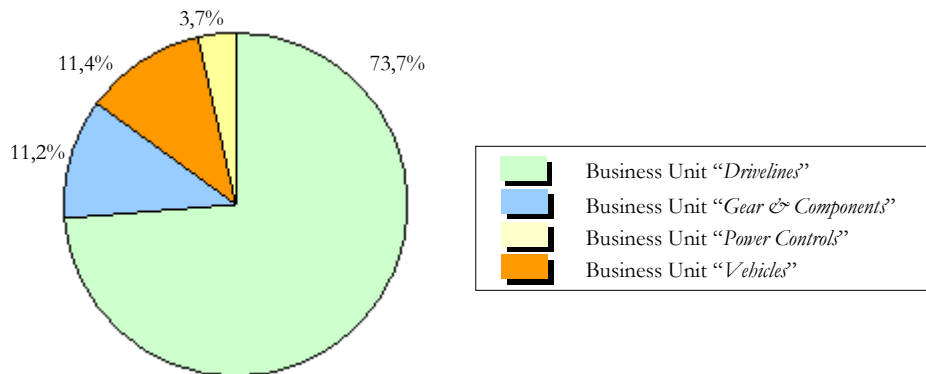
operativa Gear World SpA, la quale coordina l'operatività delle società attive nell'area di business. I dati consuntivi 2007 mostrano un fatturato verso terzi pari a 91 milioni di euro, con un ragguardevole incremento rispetto a quello conseguito nell'esercizio precedente, pari a 35 milioni di euro¹;

- la business unit “*Power Controls*” riguarda la progettazione e realizzazione di soluzioni per il controllo della trasmissione di potenza da applicare a nuove tipologie di sistemi di trasmissione. In particolare, il Gruppo è specializzato nella realizzazione di convertitori statici di potenza (cd. “*inverter*”) per l'automazione industriale, la conversione dell'energia solare ed eolica e la trazione ibrida. Tale segmento è presidiato dalla sub-holding operativa Elettronica Santerno SpA, sita in Imola, che coordina l'attività operativa delle società attive nell'area di business. I dati consuntivi 2007 mostrano un fatturato a terzi pari a 30 milioni di euro, con un ragguardevole incremento rispetto a quello conseguito nell'esercizio precedente, pari a 11 milioni di euro;
- la business unit “*Vehicles*” riguarda la progettazione e realizzazione, per conto proprio e di terzi, di macchine agricole suddivisibili in diverse tipologie: standard, per frutteti, per vigneti e così via. Tra gli acquirenti delle macchine del Gruppo rientrano i principali costruttori mondiali di macchine agricole, quali, a titolo esemplificativo, John Deere, Massey Ferguson, Claas, Valtra e Antonio Carraro. La business unit fa capo al complesso aziendale “Agritalia”, con stabilimento sito in Rovigo, gestito dalla Capogruppo con un contratto di affitto d'azienda. I dati consuntivi 2007 mostrano un fatturato verso terzi pari a 93 milioni di euro, con un incremento del 14,09% rispetto a quello conseguito nell'esercizio precedente, pari a 82 milioni di euro.

¹ Si specifica che, come riportato a pag. 6 della Relazione sulla gestione al bilancio consolidato 2007, “escludendo il fatturato della società Mini Gears e considerando STM Srl consolidata integralmente per tutto il 2006 anziché ad equity per i primi 10 mesi, la crescita [della business unit “*Gear and Components*”] sarebbe risultata del 40,32%”.

Il Grafico 2.1 evidenzia la ripartizione del fatturato 2007 per singola business unit.

GRAFICO 2.1 – Ripartizione del fatturato verso terzi del Gruppo per singola business unit

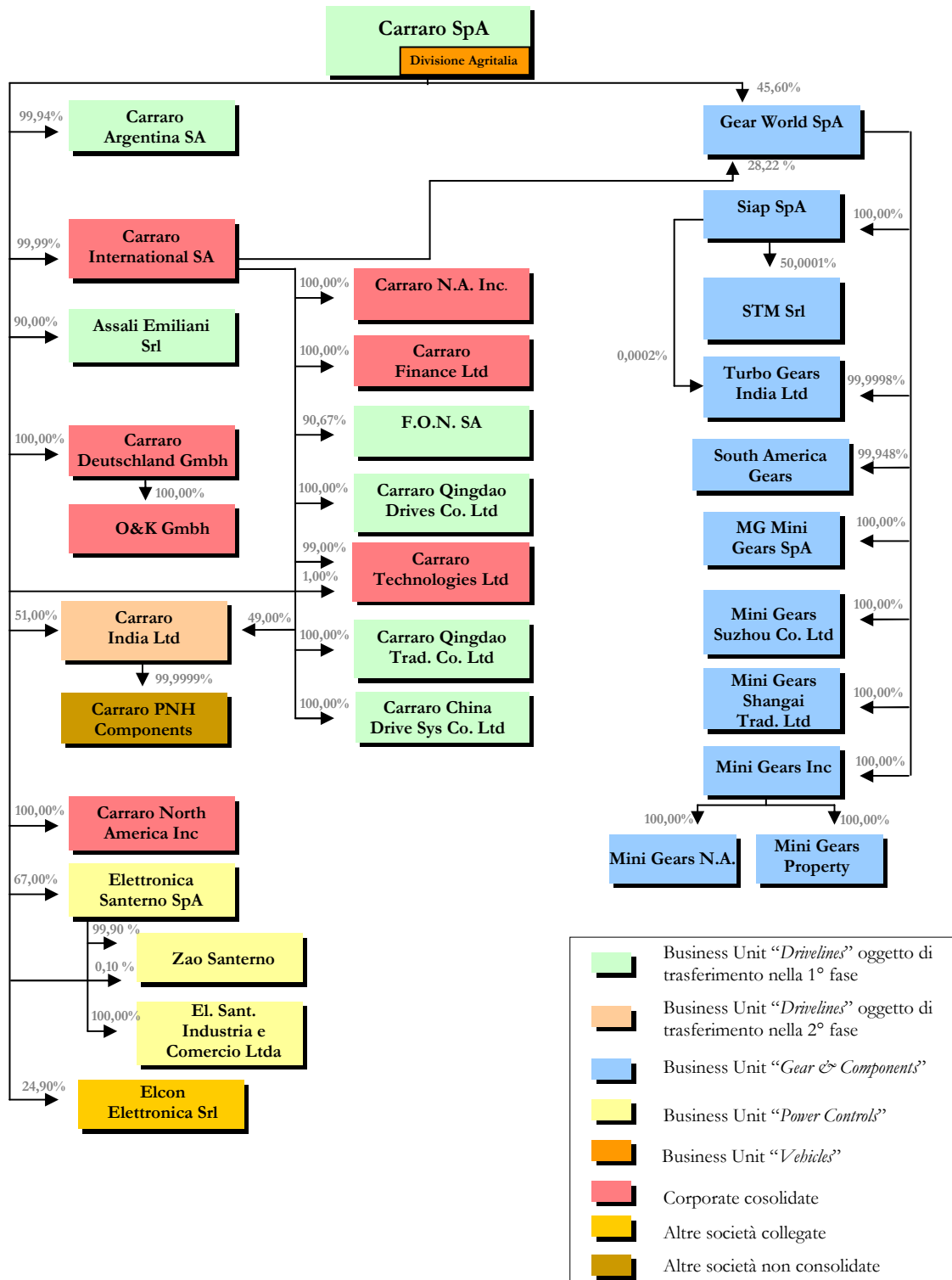


Per completezza, si segnala che:

- i)* il Gruppo conta attualmente diciotto stabilimenti, di cui: *a)* nove in Italia; *b)* due in Cina; *c)* due in India; *d)* due negli Stati Uniti; *e)* uno in Argentina; *f)* uno in Germania e *g)* uno in Polonia;
- ii)* il Gruppo conta sei centri di ricerca di cui: *a)* tre in Italia; *b)* uno in Argentina; *c)* uno in Germania e *d)* uno in India;
- iii)* i dipendenti del Gruppo Carraro al 31 dicembre 2007 sono complessivamente pari a 4.036, con un incremento del 41,27% rispetto a quelli dell'esercizio 2006 (pari a 2.857), anche per effetto della crescita per linee esterne attivata nel corso dell'esercizio. Essi, in base alla qualifica professionale di riferimento, risultano suddivisi in: *a)* 63 dirigenti; *b)* 983 quadri ed impiegati; *c)* 2.946 operai; *d)* 44 apprendisti.

Ciò detto, nel grafico che segue si dà evidenza dell'attuale struttura societaria del Gruppo Carraro.

GRAFICO 2.2 – Struttura societaria attuale del Gruppo Carraro



- Business Unit "Drivelines" oggetto di trasferimento nella 1° fase
- Business Unit "Drivelines" oggetto di trasferimento nella 2° fase
- Business Unit "Gear & Components"
- Business Unit "Power Controls"
- Business Unit "Vehicles"
- Corporate consolidate
- Altre società collegate
- Altre società non consolidate

Dal Grafico 2.2 risulta che attualmente, vale a dire prima del processo di riassetto societario, la business unit “*Drivelines*”, a differenza delle altre, non è posta sotto il controllo diretto di un’unica entità giuridica. Al fine di realizzare obiettivi di efficienza gestionale, il management della Capogruppo ha predisposto il PROGETTO in commento, volto a creare una distinta sub-holding, partecipata da CARRARO e da INTERNATIONAL, a cui conferire tutte le attività di fatto riconducibili alla business unit “*Drivelines*”. In sintesi, gli obiettivi perseguiti con il PROGETTO sono principalmente quelli di:

- identificare con maggiore chiarezza le *performance* economico-patrimoniali della business unit, consentendo una maggiore visibilità sulle capacità di creazione di valore, a livello contabile, delle singole aree di business;
- disporre di un modello di *Governance* rispondente alle esigenze di una più efficiente ed efficace gestione delle singole business unit;
- accentrare al vertice del Gruppo l’erogazione di taluni servizi a beneficio delle società operative, consentendo a queste ultime di concentrarsi maggiormente sul proprio *core business*;
- perseguire migliori possibilità di crescita, anche ricorrendo a quotazioni e/o *partnerships* con altri operatori nell’ambito delle diverse aree di business in cui opera il Gruppo.

Si osserva che il PROGETTO approvato dai Consigli di amministrazione della Capogruppo e di INTERNATIONAL si articolerà per fasi e, in particolare:

- con la prima, si procederà a conferire la quasi totalità delle attività della business unit “*Drivelines*” (tra cui le partecipazioni di provenienza INTERNATIONAL oggetto della RELAZIONE) del Gruppo Carraro, come mostrato dal successivo Grafico 2.3;
- con la seconda, si procederà a conferire la partecipazione posseduta dalla Capogruppo in Carraro India Ltd (v. rappresentazione Grafico 2.4), previa acquisizione da parte di CARRARO della quota di Carraro India Ltd oggi detenuta dalla CONFERENTE (pari al 49% del capitale sociale). Nell’ambito

di questa fase, DRIVE TECH delibererà uno o più aumenti di capitale sociale, che saranno sottoscritti in denaro da parte di INTERNATIONAL così da ripristinare le percentuali di partecipazione previste nel progetto originario (segnatamente CARRARO con una quota del 51% e INTERNATIONAL con una quota del 49%).

GRAFICO 2.3 – Struttura societaria del Gruppo Carraro al completamento della 1° fase

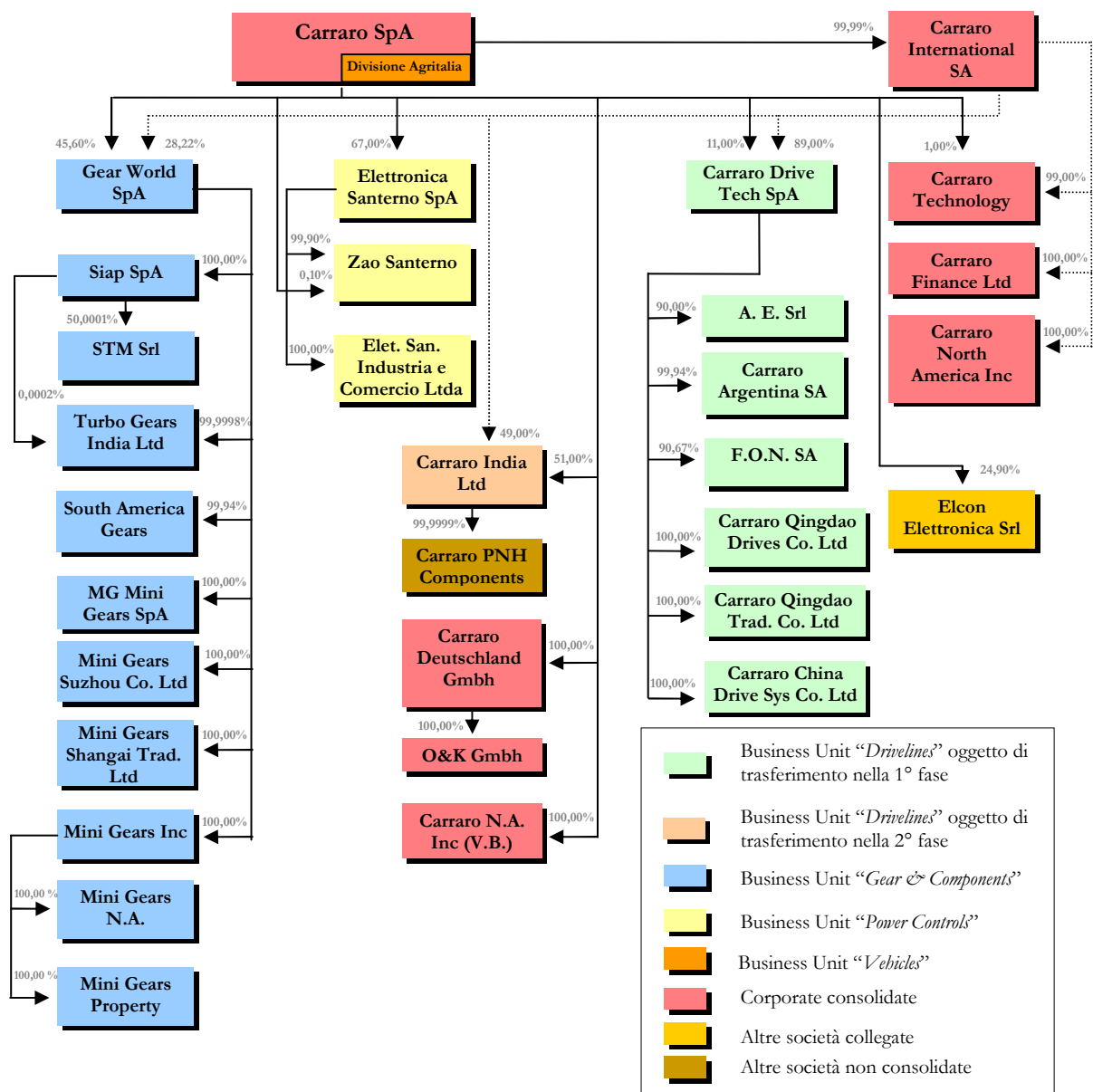
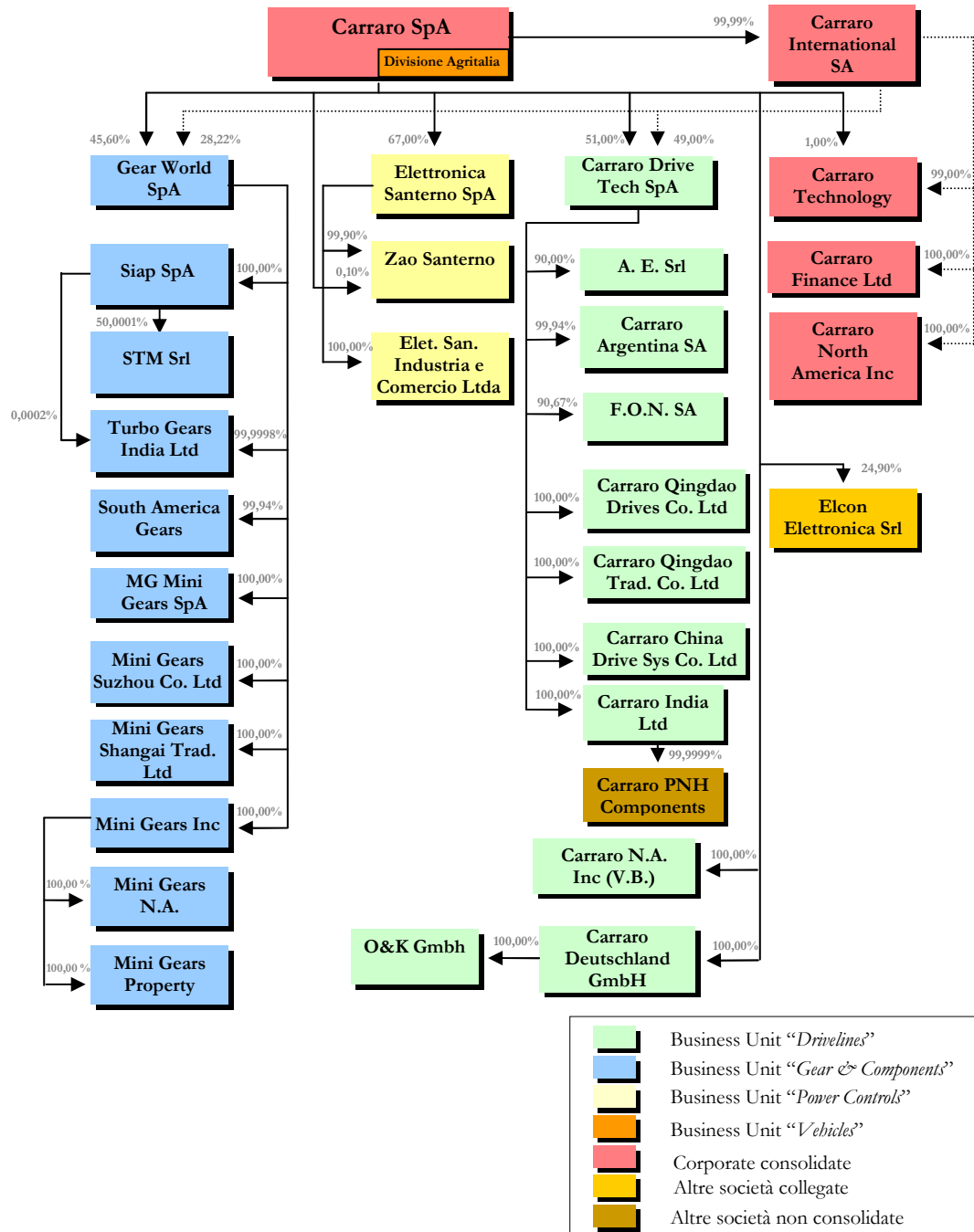


GRAFICO 2.4 – Struttura societaria del Gruppo Carraro al completamento del PROGETTO



In sintesi, a completamento del riassetto societario il Gruppo sarà quindi composto:

- dalla holding operativa CARRARO, la quale, come in precedenza scritto, si occuperà della:
 - gestione delle funzioni di indirizzo strategico, controllo,

- coordinamento nelle singole aree di business e delle attività riguardanti la gestione dei rischi e la gestione finanziaria delle singole società del Gruppo;
- ii)* progettazione e produzione di macchine agricole, attraverso la divisione “Agritalia” gestita in affitto d’azienda;
- b)* da tre sub-holding dedicate alla gestione operativa e commerciale delle distinte aree di business (“*Drivelines*”, “*Gear and Components*” e “*Power Controls*”).

2.2 La società conferente

La società conferente è Carraro International SA, con sede legale in Lussemburgo (Lussemburgo), rue du Laboratoire n. 9, iscrizione al Registre de Commerce et des Sociétés del Lussemburgo n. B 68721. La società è stata costituita il 10 febbraio 1999 e presenta un capitale sociale pari a nominali 39.318 migliaia di euro, posseduto al 99,99% da CARRARO.

All’interno del Gruppo Carraro, INTERNATIONAL svolge il ruolo di sub-holding di partecipazioni. Nell’ambito delle attività previste nell’oggetto sociale rientrano: *i)* le attività di acquisizione di brevetti, marchi e licenze; *ii)* le attività di gestione accentrata della tesoreria, nonché il coordinamento delle attività finanziarie delle proprie società controllate.

Nel corso del 2007 la Società ha realizzato un fatturato pari a 1.272 migliaia di euro, conseguendo un utile d’esercizio di 1.052 migliaia di euro. La posizione finanziaria netta al 31 dicembre 2007, infine, risultava negativa per 37.589 migliaia di euro.

2.3 La società conferitaria

La società conferitaria è Carraro Drive Tech SpA, con sede legale in Campodarsego (PD), via Olmo n. 37, Codice Fiscale, Partita Iva e iscrizione al Registro delle Imprese di Padova n. 04308180282, R.E.A. n. 379060. La società è

stata costituita il 4 giugno 2008 e, attualmente, presenta un capitale sociale pari a nominali 120 migliaia di euro interamente posseduto dalla Capogruppo.

Lo statuto della CONFERITARIA prevede come oggetto sociale:

- la progettazione, produzione e commercializzazione di assali, trasmissioni, riduttori epicicloidali e componenti meccanici in genere per trattori, macchine movimento terra, carrelli elevatori, automobili, camion, generatori eolici, autobus e macchine speciali;
- la vendita di pezzi di ricambio;
- l'assunzione di partecipazioni in altre società od enti con la possibilità di svolgere, altresì, attività di coordinamento tecnico e finanziario.

3. DATA DI RIFERIMENTO, DOCUMENTAZIONE CONSIDERATA E LIMITI DELLA STIMA

3.1 La data di riferimento della stima e la documentazione considerata

La data di riferimento della stima è il 31 dicembre 2007.

In esecuzione dell'incarico conferito, lo scrivente ha acquisito ed esaminato numerosi elementi informativi relativi alle società descritte in precedenza e ciò anche a seguito di approfonditi colloqui con il management di CARRARO.

I principali elementi informativi acquisiti ed esaminati sono di seguito richiamati:

- lo statuto societario della CONFERENTE;
- l'atto costitutivo della CONFERITARIA;
- gli statuti delle società partecipate da INTERNATIONAL che saranno oggetto del presente conferimento;
- il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2007 di INTERNATIONAL;
- il bilancio consolidato al 31 dicembre 2007 del Gruppo Carraro, comprensivo dei relativi allegati;
- i bilanci al 31 dicembre 2007 delle società partecipate da INTERNATIONAL che saranno oggetto del presente conferimento;

- i dati previsionali 2008-2010 delle società partecipate da INTERNATIONAL che saranno oggetto del presente conferimento;
- bozza della relazione del valore dei servizi infragruppo redatta dallo studio NCTM;
- la delibera del Consiglio di Amministrazione della CONFERENTE del 20 giugno 2008, attestante *i)* l'approvazione del progetto di riorganizzazione e *ii)* il regime contabile e fiscale di attuazione delle operazioni di conferimento.

La documentazione citata, insieme ad ogni altra informazione giudicata utile ai fini dell'esecuzione del presente incarico, è conservata presso lo studio di chi scrive.

3.2 I limiti della stima

La presente stima deve essere interpretata alla luce dei soli limiti sottesi al lavoro svolto. Tali limiti sono di seguito brevemente illustrati.

- Nell'esecuzione dell'incarico ricevuto, il sottoscritto ha fatto riferimento alla documentazione contabile e d'altro tipo così come prodotta dal management della Capogruppo, senza sottoporla a verifiche di attendibilità autonome. In altri termini, a fronte delle richieste informative dello scrivente, il management di CARRARO ha trasmesso ampia e dettagliata documentazione, spesso completa di informazioni esplicative e in taluni casi verificata da Organismi di controllo indipendenti. Tale documentazione è stata utilizzata così come fornita dalla Società, facendo affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza di tutti gli elementi informativi, contabili e di altro tipo.

In particolare, il sottoscritto ha assunto a base delle proprie analisi e conclusioni i seguenti elementi informativi resi disponibili dal management di CARRARO:

- l'attestazione circa il regime contabile e fiscale di attuazione delle operazioni di conferimento;
 - le singole situazioni patrimoniali al 31 dicembre 2007 delle partecipazioni conferite da INTERNATIONAL;
 - i dati previsionali delle partecipate relativi al periodo 2008-2010 (con l'unica eccezione per Carraro Qingdao Trading Co. Ltd, per i motivi che verranno nel seguito illustrati) e la ragionevolezza dei criteri adottati per la loro costruzione.
- La valutazione effettuata si avvale, tra l'altro, di dati economici previsionali, i quali sono, per loro natura, incerti. Pertanto, pur assumendo che i dati contenuti in detti piani recepiscano le migliori stime ad oggi disponibili, non si può in alcun modo escludere la possibilità che si manifestino significativi scostamenti tra i valori a consuntivo e quelli riportati nei dati economici previsionali; ciò a causa dell'aleatorietà che condiziona l'effettivo realizzarsi di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il verificarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione. Parimenti, si fa presente che altri parametri impiegati nella valutazione (tassi di rendimento, *risk-free* di medio-lungo periodo, inflazione attesa e così via) risentono dei medesimi inevitabili fattori di incertezza sottesi in qualsivoglia anticipazione di eventi futuri.

4. DESCRIZIONE DELLE PARTECIPAZIONI OGGETTO DI CONFERIMENTO

Le partecipazioni nelle società operanti nell'area di business “*Drivelines*” conferite da INTERNATIONAL sono riportate nella successiva Tabella, che riepiloga: *i*) il valore contabile al 31 dicembre 2007; *ii*) la percentuale di possesso; *iii*) il valore del patrimonio netto al 31 dicembre 2007 desunto dal bilancio redatto secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS; *iv*) la quota di patrimonio netto di pertinenza di INTERNATIONAL.

TABELLA 4.1 – Le partecipazioni oggetto di conferimento da parte di INTERNATIONAL

(valori in migliaia di euro)

	Valore contabile al 31/12/2007	% di possesso	Patrimonio Netto (IAS)	Quota patrimonio di pertinenza
Carraro China Drive Systems Co. Ltd	7.384	100,00%	6.440	6.440
Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd	1.050	100,00%	2.180	2.180
Carraro Qingdao Trading Co. Ltd	170	100,00%	174	174
Fabryka Osi Napędowych SA	1.368	90,67%	4.272	3.873
Totale	9.972			

Ciò premesso, nel seguito si illustrano brevemente le società partecipate da INTERNATIONAL oggetto di conferimento.

Carraro China Drive Systems Co. Ltd

La società Carraro China Drive Systems Co. Ltd ha sede legale nel Jihongtan Subdistrict, Qingda Industry Park, Chenyang District, Qingdao, Provincia di Shangdong, Cina. La società, costituita il 19 gennaio 2007, risulta interamente partecipata da INTERNATIONAL ed ha come oggetto sociale lo sviluppo, la progettazione, la costruzione di componenti chiave per macchine, quali sistemi di trasmissione, assali, scatole del cambio, ingranaggi e così via.

Si segnala che è attualmente in corso un processo di fusione tra la società in parola e la società Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd, che prevede l'incorporazione della seconda da parte della prima. Il processo avrà termine entro la fine dell'esercizio in corso. In particolare, il progetto di fusione è stato approvato dal Consiglio di Amministrazione di INTERNATIONAL, in qualità di controllante delle entità interessate dalla fusione, nella riunione del 15 maggio 2008. Il progetto di cui trattasi ha preso formale avvio in data 17 maggio 2008, con l'approvazione dello stesso da parte delle due società di diritto cinese. Successivamente, in data 28 maggio 2008, il Gruppo Carraro ha presentato i documenti necessari all'operazione di fusione presso i competenti uffici governativi dello Stato cinese.

La situazione patrimoniale sintetica al 31 dicembre 2007 della società è riportata nella successiva Tabella.

TABELLA 4.2 – Situazione patrimoniale al 31 dicembre 2007 di Carraro China Drive Systems Co. Ltd
(valori in migliaia di euro)

Attività		Passività	
Attivo corrente	3.705	Passivo corrente	7.939
		Passivo non corrente	-
		Totale Passivo	7.939
Attivo non corrente	10.674	Patrimonio netto	6.440
Totale Attivo	14.379	Totale Passivo e Patrimonio netto	14.379

Nel suo primo esercizio di attività Carraro China Drive Systems Co. Ltd ha realizzato un fatturato complessivo pari a 294 migliaia di euro, con una perdita d'esercizio di 699 migliaia di euro, a cui hanno contribuito in misura rilevante gli oneri di start up.

Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd

La società Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd ha sede in West of Kun Lun Shan Road, Qingdao Economic and Technical Development Area, Provincia di Shandong, Cina, e risulta interamente partecipata da INTERNATIONAL. La società ha come oggetto sociale lo sviluppo, la progettazione, la costruzione di componenti tecnologici chiave per macchine, quali i sistemi di trasmissione e altri componenti da utilizzare nei veicoli stradali. Al 31 dicembre 2007 la società impiega 139 unità. Si è già osservato che è in corso un progetto di fusione per incorporazione della società in Carraro China Drive Systems Co. Ltd, che sarà completato entro la fine dell'esercizio in corso.

Nella Tabella successiva si riporta la situazione patrimoniale sintetica al 31 dicembre 2007 della società.

TABELLA 4.3 – Situazione patrimoniale al 31 dicembre 2007 di Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd
(valori in migliaia di euro)

Attività		Passività	
Attivo corrente	6.691	Passivo corrente	5.867
		Passivo non corrente	-
		Totale Passivo	5.867
Attivo non corrente	1.356	Patrimonio netto	2.180
Totale Attivo	8.047	Totale Passivo e Patrimonio netto	8.047

Nel corso dell'esercizio 2007 Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd ha realizzato un fatturato complessivo pari a 13.318 migliaia di euro, con un utile pari a 1.154 migliaia di euro.

Carraro Qingdao Trading Co. Ltd

La società Carraro Qingdao Trading Co. Ltd ha sede in Qingdao Duty Free Zone, Provincia di Shandong, Cina. È stata costituita il 23 novembre 2005 e risulta interamente partecipata da INTERNATIONAL. La società ha come oggetto sociale il commercio (*import* ed *export*) di macchinari, attrezzature e materiali e la fornitura di consulenza tecnica. Si segnala che attualmente la società ha temporaneamente interrotto la propria attività, in attesa che il vertice del Gruppo meglio definisca la missione ad essa assegnabile alla luce della presenza nel mercato cinese di altre società del Gruppo.

La situazione patrimoniale al 31 dicembre 2007 della società è sinteticamente riportata nella Tabella che segue.

TABELLA 4.4 – Situazione patrimoniale al 31 dicembre 2007 di Carraro Qingdao Trading Co. Ltd
(valori in migliaia di euro)

Attività		Passività	
Attivo corrente	2.354	Passivo corrente	2.414
		Passivo non corrente	-
Attivo non corrente	234	Totale Passivo	2.414
		Patrimonio netto	174
Totale Attivo	2.588	Totale Passivo e Patrimonio netto	2.588

Nel corso dell'esercizio 2007 Carraro Qingdao Trading Co. Ltd ha realizzato un fatturato complessivo pari a 5.148 migliaia di euro, con un utile pari a 22 migliaia di euro.

Fabryka Osi Napedowych SA

La società Fabryka Osi Napedowych SA, con sede in Radomsko (Polonia), Ul. Krasickiegp 63/71, è partecipata al 90,67% da INTERNATIONAL. La società ha come oggetto sociale la fabbricazione di prodotti, quali: generatori elettrici, assali rigidi e

torsionali per mezzi di trasporto, turbine idroelettriche, nonché il commercio all'ingrosso e al dettaglio di tali prodotti sul mercato domestico e su quello internazionale. Al 31 dicembre 2007, la società impiega 190 dipendenti.

La situazione patrimoniale al 31 dicembre 2007 è per sintesi riportata nella successiva Tabella.

TABELLA 4.5 – Situazione patrimoniale al 31 dicembre 2007 di Fabryka Osi Napędowych SA
(valori in migliaia di euro)

Attività		Passività	
Attivo corrente	36.855	Passivo corrente	36.364
		Passivo non corrente	7.792
		Totale Passivo	44.156
Attivo non corrente	11.573	Patrimonio netto	4.272
Totale Attivo	48.428	Totale Passivo e Patrimonio netto	48.428

Nel corso dell'esercizio 2007 Fabryka Osi Napędowych SA ha realizzato un fatturato complessivo pari a 71.384 migliaia di euro, con un utile pari a 1.599 migliaia di euro.

5. I CRITERI DI STIMA DEL VALORE DELLE PARTECIPAZIONI CONFERITE DA CARRARO INTERNATIONAL SA

5.1 Il valore ricercato ai fini della stima

Come descritto in premessa, in data 20 giugno 2008 l'organo amministrativo di INTERNATIONAL ha deliberato di eseguire il conferimento, con decorrenza 1° luglio 2008, delle proprie partecipazioni afferenti la business unit "Drivelines" a valori contabili, quali cioè risultanti dalla situazione patrimoniale di conferimento approvata nel corso della medesima riunione consiliare. L'aumento di capitale di DRIVE TECH al servizio dell'operazione, pertanto, è fissato in 9.972 migliaia di euro (v. *supra* par. 1 e Tabella 4.1); si ricorda che contestualmente è previsto un ulteriore aumento di 1.113 migliaia di euro al servizio del conferimento del complesso aziendale apportato da CARRARO. A completamento della prima fase del progetto (v. *supra* par. 2.1), il capitale sociale della CONFERTARIA sarà pertanto pari a 11.205 migliaia di euro.

Il riferimento ai “valori contabili” è da tenere in considerazione in sede di determinazione del valore ricercato, che deve essere funzionale alla volontà espressa dagli organi amministrativi delle società coinvolte nel conferimento di dare seguito all’operazione in continuità di valori e, nel contempo, rispettando il disposto normativo, che, come precedentemente illustrato, richiede al perito di attestare che il valore delle singole partecipazioni oggetto di conferimento sia “*almeno pari*” a quello ad esso attribuito “*ai fini della determinazione del capitale sociale e dell’eventuale sovrapprezzo*”.

Ciò considerato, i criteri valutativi che saranno applicati ai fini della presente stima sono ordinati ad attestare – su basi dimostrabili, obiettive e prudenti, tenuto conto delle deliberazioni assunte in sede consiliare – che il valore delle partecipazioni oggetto di conferimento sia “*almeno pari*” a:

- a) 7.384 migliaia di euro, per la partecipazione in Carraro China Drive Systems Co. Ltd;
- b) 1.050 migliaia di euro, per la partecipazione in Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd;
- c) 170 migliaia di euro, per la partecipazione in Carraro Qingdao Trading Co. Ltd;
- d) 1.368 migliaia di euro, per la partecipazione in Fabryka Osi Napędowych SA;

in conformità con il dettato normativo dell’art. 2343 del cod. civ.

5.2 I criteri di stima adottati

5.2.1 La scelta dei criteri di valutazione

L’operazione che richiede la RELAZIONE è il conferimento in DRIVE TECH di beni di “secondo livello” – partecipazioni – riconducibili alla business unit “*Drivelines*” detenuti da INTERNATIONAL.

In tale prospettiva, le partecipazioni sono valutate singolarmente sul fondamento dei valori assegnati al loro capitale economico.

A questo riguardo, si ricorda che la valutazione delle partecipazioni conferite presuppone, a monte, la valutazione delle aziende a cui le partecipazioni sono riferite e, pertanto, si rende necessario procedere anche all'apprezzamento unitario e sistematico degli elementi che compongono il loro patrimonio aziendale.

Ciò premesso, la dottrina aziendale e la pratica professionale hanno elaborato differenti metodi per la determinazione del valore economico delle aziende. Tra di essi si ricordano sinteticamente i seguenti:

- criteri patrimoniali, che stimano il valore economico pari al valore corrente degli elementi attivi e passivi, iscritti e non iscritti a bilancio, che integrano il patrimonio aziendale;
- criteri reddituali, che calcolano il valore economico in funzione delle sole prospettive di reddito, considerate per orizzonti temporali limitati o illimitati, che l'azienda è in grado stabilmente di produrre;
- criteri misti patrimoniali-reddituali, che associano i principi essenziali dei criteri reddituali e di quelli patrimoniali. Tra questi, il più diffuso è il cosiddetto criterio misto UEC, che procede alla stima autonoma del valore di avviamento in funzione del "differenziale di reddito" rispetto al rendimento giudicato congruo, sommandone algebricamente il valore a quello del patrimonio netto aziendale espresso a valori correnti;
- criteri finanziari, che fondano il calcolo del valore economico sui flussi di cassa generati dall'azienda e disponibili per gli azionisti;
- criteri di mercato, che determinano il valore economico sulla base delle quotazioni dirette di Borsa (per le imprese quotate) o di moltiplicatori impliciti nei prezzi di borsa o in transazioni di società comparabili con quella oggetto di stima.

Nel caso di specie, la scelta dei criteri di valutazione, tra quelli usuali nella prassi, deve essere effettuata tenendo anche conto del fatto che la stima è asservita ad un'operazione di conferimento. Per quanto detto al par. 1, tali stime rispondono ad

un'esigenza di tutela della cd. "effettività" del capitale della società che riceve il conferimento. In tale ottica, le stime in esame sono tradizionalmente ispirate al principio di prudenza e a una logica di dimostrabilità dei dati, vuoi nella scelta dei criteri di valutazione, vuoi nella stima delle variabili ed ipotesi applicative dei criteri prescelti.

Alla luce delle considerazioni sino a qui esposte, la determinazione del valore delle partecipazioni conferite di origine INTERNATIONAL è stata fondata sull'impiego dei criteri di seguito indicati:

- il criterio *misto patrimoniale-reddituale UEC*;
- il criterio *reddituale*.

In particolare, il criterio reddituale è stato applicato sia nella versione *sintetica* sia in quella *analitica*:

- a) il criterio reddituale *sintetico* prevede la stima di una figura di reddito medio normale atteso, determinato come media (aritmetica o ponderata) dei flussi di reddito netto giudicati significativi in condizioni di operatività a regime. Nel caso di specie sono assunti a riferimento:
 - i. per Fabryka Osi Napędowych SA, i risultati reddituali dell'esercizio 2007, oltre a quelli previsionali degli esercizi 2008, 2009 e 2010 (v. *infra* par. 5.3);
 - ii. per le società di diritto cinese interessate dal processo di fusione per incorporazione – segnatamente Carraro China Drive Systems Co. Ltd e Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd – i risultati reddituali degli esercizi 2008-2010. Ciò allo scopo di riflettere nel processo valutativo l'accentuata fase di sviluppo prevista per l'entità risultante dalla fusione e la conseguente minore significatività attribuibile ai risultati del 2007 nell'ottica del descritto criterio valutativo. Per le medesime ragioni, vale a dire le attese di crescita del business, il tasso di capitalizzazione

impiegato è stato determinato prendendo in considerazione un fattore di crescita del flusso a regime (cd. “*growth rate*” o fattore “g”) pari allo 0,75%;

- b) il criterio reddituale *analitico*, con valore terminale, prevede la stima analitica dei flussi di reddito netto attesi nell’arco temporale di piano e del valore attribuibile al termine del periodo temporale analiticamente stimato. In questa prospettiva, sono stati stimati analiticamente i flussi di reddito del triennio 2008-2010, mentre per la determinazione del valore terminale si è assunto a riferimento il flusso di reddito dell’ultimo esercizio di previsione analitica (il 2010), quale flusso a regime, capitalizzato in un secondo tempo in conformità con la formula della rendita perpetua. Per quanto concerne le società di diritto cinese – Carraro China Drive Systems Co. Ltd e Carraro Qingdao Drive Systems Co Ltd – si è considerato un fattore di crescita “g” pari allo 0,5%.

Si segnala che si è derogato dall’applicazione dei criteri ora indicati per stimare il valore della partecipazione in Carraro Qingdao Trading Co. Ltd, che è stata valutata ricorrendo al criterio patrimoniale semplice, secondo cui il valore del capitale economico è pari al valore del patrimonio netto contabile rettificato delle eventuali plus(minus)valenze emerse dal confronto tra i valori correnti e i valori contabili degli elementi che lo compongono. La scelta trova origine nella situazione di sostanziale inattività in cui si trova la società, in attesa che il vertice del Gruppo metta a fuoco un processo di riorientamento strategico della società in parola.

I criteri utilizzati ai fini della presente stima sono stati considerati di pari significatività in quanto essi sono egualmente riconosciuti in dottrina ed utilizzati nella prassi. La scelta di adottare una pluralità di criteri è inoltre motivata dal fatto che ciascun criterio tende a privilegiare una specifica determinante del valore

aziendale, sicché il loro utilizzo congiunto consente di apprezzare i differenti profili di appetibilità dell'azienda. Si consideri infatti che:

- il criterio misto UEC è in grado di indicare il valore corrente della dimensione patrimoniale dell'azienda, opportunamente corretto in considerazione della remunerazione che il patrimonio riceve per effetto dello svolgimento della gestione aziendale;
- il criterio reddituale è in grado di valorizzare la capacità normale dell'azienda di generare flussi di risultato, a prescindere, in via diretta, dalla struttura del patrimonio aziendale. Ciò, tra l'altro, è coerente con i modelli valutativi di qualsiasi forma di investimento, i quali si fondano, in linea di principio, sull'esclusivo apprezzamento dei flussi di risultato attesi dall'investimento considerato;
- la versione *analitica* del criterio reddituale è particolarmente apprezzabile là dove il flusso reddituale corrente non sia espressivo di condizioni normali di produzione di ricchezza e là dove i redditi evidenzino “discontinuità” significative nel periodo di previsione analitica. Nel caso di specie, tenuto conto della dinamica dei redditi attesi delle partecipate di diritto cinese, anche per la prossima apertura di nuovi *plant* produttivi, è apparso opportuno applicare il criterio reddituale anche nella sua versione analitica.

Tutto ciò premesso, il risultato finale della stima beneficia pertanto delle relazioni di complementarietà che intercorrono tra i differenti criteri valutativi utilizzati; tale risultato, quindi, esprime una sintesi significativa della valorizzazione di differenti profili aziendali, tutti egualmente rilevanti nella prospettiva della stima del valore economico. L'utilizzo di più criteri consente, infine, di riscontrare reciprocamente la validità delle risultanze di ciascuno e di individuare un *range* significativo entro il quale collocare la sintesi valutativa.

Inoltre, non si è potuto utilizzare:

- il criterio *finanziario*, cui la prassi associa generalmente elevata significatività, in assenza di stime attendibili circa i flussi finanziari attesi

pro-forma e circa le evoluzioni dei saldi patrimoniali delle società partecipate oggetto di conferimento;

- i criteri di mercato, in particolare il cd. criterio dei multipli, in considerazione: *i)* delle difficoltà riscontrate nel reperire sui mercati azionari società con caratteristiche, anche in termini di “*business model*”, comparabili con quelle delle partecipazioni conferite e *ii)* delle specificità proprie della fase del ciclo di vita (cd. start up) di talune partecipazioni a cui corrispondono profili valutativi non adeguatamente considerati dal metodo di cui trattasi.

La sintetica illustrazione dei fondamenti concettuali dei criteri di valutazione prescelti è svolta nel seguito.

5.2.2 Il metodo UEC

Il metodo UEC definisce il valore economico di un’azienda in funzione sia della consistenza patrimoniale della stessa sia della sua attitudine a generare reddito, pari, cioè, alla somma del valore del patrimonio netto rettificato e del valore attuale dell’extrareddito, inteso come differenza tra il reddito normale atteso e il reddito giudicato soddisfacente rispetto al tipo di investimento considerato. Esso è tradizionalmente applicato calcolando il reddito medio-normale atteso al tempo della stima e confrontando tale flusso con la remunerazione ordinaria del capitale in essere a tale data. Il metodo UEC si traduce nella seguente formula applicativa:

$$W = K + (R_n - i \times K) a_{n-i} \quad [1]$$

dove:

- W è il valore economico del capitale;
- K è il capitale netto rettificato, espresso cioè a valori correnti;
- R_n è il reddito netto normalizzato medio atteso;
- i è il tasso di rendimento giudicato soddisfacente in relazione alla tipologia di investimento considerato;
- i’ è il tasso di attualizzazione;

n è il periodo di attualizzazione del differenziale di reddito.

Di fatto, il differenziale tra *a*) la capacità di generare reddito dell'investimento in capitale (R_n) e *b*) la congrua remunerazione di quest'ultimo ($i \times K$) determina il cosiddetto sopra (o sotto) reddito che, considerato per un dato numero di anni (n) ed opportunamente attualizzato (al tasso i '), definisce il valore di avviamento.

L'orizzonte temporale (n) assunto a riferimento è pari a 10 anni. L'ampio arco temporale considerato trova spiegazione nella sempre maggior importanza riconosciuta alla componente reddituale nella formazione dei valori economici del capitale delle imprese.

5.2.3 Il metodo reddituale

Il metodo reddituale determina il valore del capitale d'impresa in funzione della capacità del complesso aziendale di generare reddito in prospettiva futura. Tale criterio è utilizzato, nella prassi, secondo due configurazioni applicative: la versione *sintetica* e quella *analitica*. Nella versione *sintetica*, il criterio reddituale è applicato capitalizzando il reddito medio-normale atteso su un orizzonte temporale generalmente infinito; nella versione *analitica*, il criterio in parola è applicato attualizzando i redditi specifici attesi stimati lungo l'orizzonte di previsione analitica (m) a cui sommare successivamente il reddito atteso stimato per l'anno successivo all'ultimo di previsione analitica ($m + 1$), capitalizzato lungo un orizzonte temporale finito o infinito.

Nella versione sintetica, il metodo reddituale si basa sulla seguente formula applicativa:

$$W = R_n / K_e \quad [2]$$

dove:

W è il valore economico del capitale;

R_n è il reddito netto normalizzato medio atteso;

K_e è il costo opportunità del capitale proprio.

Secondo il metodo in esame, il reddito netto normalizzato medio atteso (R_n) deve essere capitalizzato al costo opportunità del capitale proprio (K_e).

Si segnala che il flusso di reddito netto normalizzato atteso è da considerarsi quale flusso reale, privo cioè della componente inflazionistica, coerentemente con i dati previsionali forniti dal management di CARRARO. Ne consegue che anche il costo opportunità del capitale proprio utilizzato per capitalizzare il flusso di reddito è da considerarsi reale e al netto di imposta.

Nella versione analitica il metodo reddituale si basa sulla seguente formula applicativa:

$$W = \sum_{t=1}^m R_t \times v^t + Vf \times v^{m+1} \quad [3]$$

dove:

R_t è il reddito netto atteso analiticamente stimato per gli esercizi considerati nell'orizzonte di piano (da 1 a m);

v^t sono i coefficienti di attualizzazione dei redditi, uguali a $1/(1 + K_e)^t$;

K_e è il tasso di attualizzazione, pari al costo del capitale di proprietà;

V_f è il valore finale dell'azienda al tempo $m + 1$;

Il valore finale (V_f) attribuibile al termine del periodo considerato nell'orizzonte temporale assunto a riferimento è ottenuto, in genere, capitalizzando all'infinito il flusso netto di reddito atteso dell'anno $m + 1$, ad un tasso pari al costo del capitale proprio, rettificato, ove ritenuto opportuno, del saggio di crescita di lungo termine (g).

5.3 I conti economici delle società partecipate conferite

Prima di entrare nel merito del procedimento seguito per calcolare i flussi reddituali metodologicamente rilevanti per la stima delle diverse entità giuridiche oggetto del processo valutativo, si affrontano sin da subito talune problematiche di fondo riguardanti le società operanti nell'area cinese.

Il primo riferimento è a Carraro China Drive Systems Co. Ltd e a Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd, che sono coinvolte in un processo di fusione che si concluderà entro il 2008. A ragione di ciò, il management della Capogruppo ha redatto i loro dati previsionali a livello aggregato, considerandole cioè come un'unica entità legale. Di conseguenza si è proceduto, dapprima, a valutare congiuntamente le due controllate, in conformità con la loro prossima conduzione unitaria nell'ambito di un'unica veste societaria. Nondimeno, ai fini del disposto dell'art. 2343 cod. civ.², si è successivamente reso necessario distinguere il valore complessivo delle due realtà per attribuire, a ciascuna di esse, il loro valore economico di pertinenza, in prospettiva *stand alone*. Al riguardo, si è assunto che il "plusvalore economico", rispetto ai valori contabili a cui sono iscritte nella situazione di conferimento, determinato sulla base dei dati aggregati, sia integralmente attribuibile a Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd, in ragione: *a)* dei risultati sino ad ora conseguiti dalla medesima e *b)* della recente costituzione di Carraro China Drive Systems Co. Ltd, la quale non ha ancora raggiunto condizioni di operatività a regime. Ciò premesso, quest'ultima partecipata è stata mantenuta ai valori di carico, nell'assunto che i costi sostenuti nella fase di avvio dell'attività mantengono la loro funzionalità anche in epoca successiva all'operazione di fusione.

La controllata Carraro Qingdao Trading Co. Ltd, che svolge esclusivamente attività di *trading* a servizio delle diverse società del Gruppo (v. *supra* par. 4), è stata valorizzata al suo patrimonio netto contabile, come già anticipato al par. 5.2.1, stante le incertezze che caratterizzano il futuro della società cinese e tenuto comunque

² L'art. 2343 cod. civ. al primo comma stabilisce infatti che la relazione dell'esperto deve contenere "la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo".

conto del suo ridotto valore di trasferimento, specie se messo in relazione alla dimensione della business unit “*Drivelines*” complessivamente conferita da INTERNATIONAL.

Alla luce e in considerazione di quanto sino a qui argomentato, il processo di stima dei flussi reddituali di Fabryka Osi Napedowych SA e delle società di diritto cinese – Carraro China Drive Systems Co. Ltd e Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd – è stato svolto in quattro fasi:

- i)* normalizzazione dei conti economici per il 2007, a partire dai dati consuntivi dell’esercizio;
- ii)* determinazione dei costi legati al riaddebito dei servizi direzionali e di governo della business unit;
- iii)* costruzione dei conti economici pro-forma per il 2008, a partire dai *budget* per il 2008;
- iv)* proiezione dei dati pro-forma dell’esercizio 2008 per il periodo 2009-2010.

Nella prima fase – normalizzazione dei conti economici 2007 – il punto di partenza è rappresentato dai conti economici consuntivi dell’esercizio 2007. Muovendo da tali valori si è poi proceduto ad operare alcune rettifiche, finalizzate a: *i)* inserire le *royalties* per l’utilizzo del marchio “Carraro” sulla base delle indicazioni fornite in un parere tecnico in corso di redazione commissionato dalla Capogruppo ad un consulente terzo indipendente; *ii)* normalizzare le voci di carattere eccezionale o non ricorrenti, incluso il carico fiscale.

Nella seconda fase – determinazione dei costi per i riaddebiti dei servizi direzionali e di Gruppo – il punto di partenza è stata la relazione in via di completamento commissionata allo Studio NCTM, che, anzitutto, ha identificato i servizi direzionali e di governo che saranno in prospettiva erogati sia dalla Capogruppo (Human resources, Information Technologies, Business Development and Market Coordination, Finance, Controlling & Administration, Engineering and Innovation), sia da DRIVE TECH, che disporrà di adeguate risorse a seguito

dell'apporto del complesso aziendale di provenienza CARRARO. Tali servizi saranno oggetto di riaddebito in capo a ciascuna società trasferita. Per taluni servizi ciò avviene in base alla tecnica del “costo più un mark-up” di mercato; per altri servizi il riaddebito avviene invece “al costo”.

La terza fase – costruzione dei conti economici pro-forma per il 2008 – ha assunto quale punto di partenza i *budget* per l'esercizio 2008, ai quali sono state apportate le rettifiche sopra indicate per elaborare i conti economici del 2007 e per tenere conto dei costi per i riaddebiti dei servizi direzionali da parte della Capogruppo e di DRIVE TECH, in qualità di sub-holding a capo della business unit “*Drivelines*”.

Infine nell'ultima fase – proiezione dei dati del 2008 per il periodo 2009-2010 – i dati economici del 2008 sono stati “proiettati” per il periodo 2009-2010.

Per la partecipata Fabryka Osi Napedowych SA, il management della Capogruppo ha sviluppato le proiezioni dei dati reddituali sul fondamento delle seguenti *assumptions*:

- il completamento dell'intera gamma dei prodotti previsti a portafoglio, con la conseguente stabilizzazione dell'attività produttiva e di vendita;
- la graduale riduzione dei costi variabili, riconducibile alle attività di internazionalizzazione degli acquisti, di ottimizzazione delle funzioni logistiche con riduzione dei costi di trasporto e di miglioramento dell'efficienza produttiva.

Per le partecipate Carraro China Drive Systems Co. Ltd e Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd, le proiezioni dei dati reddituali aggregati, nel senso più volte precisato, sono state formulate dal management del Gruppo sul fondamento delle seguenti *assumptions*:

- il consistente sviluppo dell'attività produttiva e di vendita per effetto dell'avvio, nel secondo semestre del 2007, del nuovo *plant* produttivo in Cina; lo sviluppo è in larga parte riconducibile alla progressiva riallocazione di quote di produzione effettuate presso *plant* europei del Gruppo;

- la compressione dei costi di produzione, grazie all’approvvigionamento sul mercato locale della componentistica di base da cui è atteso un significativo miglioramento della marginalità media;
- l’incremento delle spese generali, a seguito del graduale consolidarsi della struttura direzionale dell’entità.

Per tutte le realtà oggetto di valutazione con i criteri principali, l’onerosità finanziaria è stata determinata sulla base di un tasso di interesse fisso pari al 6,5%, corrispondente al tasso attualmente applicato al *senior debt* del Gruppo. I dati previsionali non considerano gli effetti di possibili variazioni del cambio euro/moneta locale in cui sono originariamente denominati i bilanci delle entità considerate.

I conti economici risultanti dal processo descritto trovano sintesi nelle grandezze reddituali riportate nella successiva Tabella 5.1, per Fabryka Osi Napedowych SA, e nella successiva Tabella 5.2, per Carraro China Drive Systems Co. Ltd e Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd congiuntamente considerate.

TABELLA 5.1 – Conti economici di Fabryka Osi Napedowych SA

(valori arrotondati in migliaia di euro)

	2007	2008	2009	2010
Ricavi	71.384	106.161	105.352	106.831
Costi variabili	- 65.784	- 98.544	- 97.537	- 98.128
Margine variabile	5.600	7.617	7.815	8.704
Costi industriali	- 1.784	- 2.134	- 2.158	- 2.145
Margine industriale	3.816	5.483	5.657	6.559
<i>Overheads</i> specifici	- 1.619	- 2.118	- 2.131	- 2.089
<i>HQ allocation</i>	- 559	- 657	- 703	- 699
<i>HQ "Drivelines"</i>	- 732	- 1.255	- 1.280	- 1.298
Reddito operativo	906	1.453	1.542	2.473
Oneri finanziari	- 1.089	- 1.124	- 780	- 479
Reddito ante imposte	- 183	329	762	1.994
Imposte	35	- 62	- 145	- 379
Reddito netto	- 148	266	618	1.615

TABELLA 5.2 – Conti economici post-fusione di Carraro China Drive Systems Co. Ltd e Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd

(valori arrotondati in migliaia di euro)

	2007	2008	2009	2010
Ricavi	13.611	21.650	52.442	66.284
Costi variabili	- 10.707	- 17.730	- 42.586	- 53.833
Margine variabile	2.904	3.919	9.856	12.451
Costi industriali	- 848	- 1.562	- 2.857	- 3.192
Margine industriale	2.056	2.357	7.000	9.259
<i>Overheads</i> specifici	- 1.523	- 1.841	- 3.027	- 3.396
<i>HQ allocation</i>	- 236	- 319	- 536	- 618
<i>HQ "Drivelines"</i>	- 105	- 235	- 626	- 799
Reddito operativo	192	- 38	2.810	4.446
Oneri finanziari	- 70	- 724	- 815	- 541
Reddito ante imposte	122	- 762	1.995	3.905
Imposte	- 31	191	- 499	- 976
Reddito netto	91	- 572	1.496	2.929

Il sottoscritto condivide l'impianto metodologico utilizzato per ricavare i risultati economici pro-forma di ciascuna entità e ritiene ragionevoli i criteri e le ipotesi che stanno alla base della costruzione di tali conti economici.

Peraltro, si specifica che lo scrivente non ha svolto accertamenti autonomi sui risultati numerici del processo di costruzione dei dati reddituali pro-forma sopra descritto, né ha compiuto verifiche indipendenti sulla ragionevolezza delle ipotesi di sviluppo delle grandezze reddituali riflesse nei piani economici sopra esposti.

5.4 Le scelte applicative relative ai criteri adottati

Nel presente paragrafo si descrivono i profili metodologici ed applicativi maggiormente rilevanti per ciascun criterio valutativo impiegato nella stima, illustrando le scelte e le ipotesi principali che stanno alla base delle valutazioni e indicando le risultanze quantitative di ciascun criterio. La trattazione è svolta nei par. 5.4.1 – 5.4.3, mentre il par. 5.5 presenta unitariamente le conclusioni valutative.

Prima di entrare nel merito dei profili applicativi dei criteri adottati, si ricorda che per la valutazione delle partecipazioni si è proceduto a stimare i valori dei capitali economici delle aziende a cui tali partecipazioni si riferiscono e, quindi, ad

applicare alle grandezze ottenute la percentuale di possesso detenuta da INTERNATIONAL.

Inoltre, per maggiore chiarezza espositiva, nei paragrafi che seguono sono, dapprima, riportate le ipotesi comuni a ciascun criterio valutativo adottato per la determinazione del valore delle realtà conferite da INTERNATIONAL e, successivamente, si sono applicati i criteri prescelti a ciascuna entità oggetto di conferimento.

5.4.1 Il criterio misto UEC

L'applicazione del criterio in esame richiede la stima dei parametri K , R_n , i , i' , n , come illustrato al par. 5.2.2.

Il *Capitale netto rettificato* (K) è stato determinato pari al patrimonio netto contabile delle realtà oggetto di conferimento al 31 dicembre 2007, cioè alla data di riferimento della stima. Sulla scorta delle indagini svolte a cura degli uffici tecnici della Capogruppo, non sono stati infatti individuati significativi scostamenti tra i valori contabili e i valori correnti degli elementi patrimoniali oggetto di stima.

Il *reddito netto normalizzato medio atteso* (R_n) è stato stimato prendendo a riferimento:

- per Fabryka Osi Napedowych SA, i redditi ante imposte 2007 (consuntivo) e del triennio 2008-2010 trasmessi dalla Capogruppo;
- per le società di diritto cinese, ad esclusione di Carraro Qingdao Trading Co. Ltd, i redditi ante imposte previsionali aggregati del triennio 2008-2010. La scelta di non tenere conto del reddito 2007 è stata già argomentata al precedente paragrafo 5.2.1, al quale si rimanda.

I redditi considerati sono stati poi depurati dell'effetto fiscale sulla base delle aliquote vigenti nei paesi di origine.

Il reddito netto normalizzato medio atteso (R_n) è stato quindi assunto prudenzialmente pari alla media aritmetica dei redditi netti normalizzati assunti a riferimento.

Il tasso i esprime la remunerazione normale del capitale per investimenti aventi livello di rischio assimilabile a quello della realtà aziendale di volta in volta considerata; esso coincide con il costo del capitale proprio (K_e).

Il costo del capitale proprio (K_e) è stato determinato secondo l'approccio del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), che corregge il tasso “privo di rischio” per considerare un “premio al rischio” di mercato, rettificato del fattore *beta* espressivo della volatilità dei rendimenti dell'azienda considerata. In formula:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

dove:

R_f è il rendimento di investimenti privi di rischio (*risk-free*);

β è il coefficiente *beta*;

$(R_m - R_f)$ è l'*equity risk premium* tipico degli investimenti azionari.

Il tasso *risk-free* (R_f) assunto a riferimento per il calcolo – espressivo di un rendimento netto, nominale, privo di rischio – è stato quantificato sulla base delle indicazioni fornite dalla banca dati Bloomberg per ciascun paese in cui hanno sede le società partecipate.

Il tasso *risk-free* è stato poi incrementato del cd. premio per il rischio. Esso è stato calcolato, sulla base della formula del CAPM, quale prodotto tra l'*equity risk premium* (ERP) di mercato (pari a $R_m - R_f$) e la misura di β .

L'ERP di mercato esprime la maggiore remunerazione richiesta per impieghi in capitale proprio rispetto ad impieghi a rischio sostanzialmente nullo. Esso è stato stimato, per ciascuna entità oggetto di valutazione, sulla base di un valore intermedio tra le indicazioni al riguardo desumibili da primari *data base* finanziari (segnatamente Bloomberg e Damodaran).

Il β *levered* è stato determinato assumendo a riferimento il β *equity* di Carraro SpA, desunto dalla banca dati Bloomberg, “delevereggiato” in funzione della struttura

finanziaria del Gruppo per ottenere il β *unlevered*³. Tale dato è stato poi sottoposto al processo di *re-levering*, sulla base della struttura finanziaria di ciascuna realtà partecipata sottoposta a valutazione. Ai fini che qui interessano, il riferimento al β *levered* di Carraro SpA fornito dalla banca dati Bloomberg è stato ritenuto significativo per stimare il rischio specifico in quanto la business unit “*Drivelines*” oggetto di conferimento rappresenta oltre il 70% dell’intera attività svolta dal Gruppo Carraro.

Tutto ciò premesso, il costo del capitale proprio (K_e) calcolato per ciascuna realtà è stato poi depurato dell’inflazione attesa (2,00%)⁴, in coerenza con i flussi previsionali considerati per la stima.

Il tasso i di attualizzazione del sovrareddito annuo ($R - i \times K$) è pari al saggio *free-risk* reale di Polonia e Cina, così come indicato dalla banca dati Bloomberg.

Il *periodo n* di attualizzazione è stato assunto, secondo l’orientamento prevalente della prassi, pari a 10 anni, tenuto altresì conto della sostenibilità nel tempo della attuale posizione competitiva.

La valutazione di Fabryka Osi Napedowych SA

Il valore economico della partecipazione in Fabryka Osi Napedowych SA detenuta da INTERNATIONAL calcolato sulla base del criterio misto UEC è riportato in Tabella 5.3.

³ Il passaggio dal beta *levered* a beta *unlevered* è stato effettuato applicando la formula di Hamada secondo la quale $\beta_{unlevered} = \beta_{levered} / \{1 + [(D / E) * (1 - t)]\}$.

⁴ Il passaggio da un tasso nominale a un tasso reale è stato effettuato applicando la formula di Fisher secondo cui il tasso reale = $[(1 + \text{tasso nominale}) / (1 + \text{tasso di inflazione atteso})] - 1$.

TABELLA 5.3 – Valore della partecipazione in Fabryka Osi Napedowych SA

(valori in migliaia di euro)

Patrimonio netto rettificato (K)	4.272
Reddito netto normalizzato medio (R_n)	588
i	13,72%
$(R_n - i \times K)$	1
n	10
i'	6,41%
<i>Goodwill</i>	10
Valore economico del capitale	4.282
Percentuale di proprietà	90,67%
Valore della partecipazione oggetto di conferimento	3.883

La valutazione delle società di diritto cinese

Il valore economico delle partecipazioni in Carraro China Drive Systems Co. Ltd e Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd è stato calcolato congiuntamente, in considerazione della prossima operazione di fusione che interesserà le due partecipate (v. *supra* par. 5.2.1).

Il valore dell'entità risultante dalla fusione calcolato sulla base del criterio misto UEC è riportato in Tabella 5.4.

TABELLA 5.4 – Valore post-fusione delle partecipazioni in Carraro China Drive Systems Co. Ltd e Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd

(valori in migliaia di euro)

Patrimonio netto rettificato (K)	8.620
Reddito netto normalizzato medio (R_n)	1.284
i	13,69%
$(R_n - i \times K)$	105
n	10
i'	4,21%
<i>Goodwill</i>	840
Valore economico del capitale	9.460
Percentuale di proprietà	100,00%
Valore della entità oggetto di conferimento	9.460

5.4.2 Il criterio reddituale

5.4.2.1 Il criterio reddituale nella versione sintetica

Come illustrato (v. *supra* par. 5.2.3), l'applicazione del criterio reddituale nella versione *sintetica* richiede la determinazione del reddito netto normalizzato medio e del costo opportunità del capitale proprio.

Il *reddito netto normalizzato medio* (R_n) è stato determinato come media aritmetica dei flussi di reddito netto normalizzato di ciascuna entità. In particolare, sono stati assunti a riferimento:

- per Fabryka Osi Napedowych SA, i redditi ante imposte 2007 (consuntivo) e del triennio 2008-2010 trasmessi dalla Società;
- per le società di diritto cinese, ad esclusione di Carraro Qingdao Trading Co. Ltd, i redditi ante imposte previsionali aggregati del triennio 2008-2010.

I redditi considerati sono stati poi sottoposti al processo di normalizzazione illustrato in sede di applicazione del criterio UEC.

Il tasso K_e utilizzato per la capitalizzazione del flusso di reddito netto normalizzato medio coincide con il saggio i del criterio misto UEC. Per l'entità risultante dalla fusione delle società di diritto cinese, si è considerato altresì un saggio di crescita “ g ” di lungo termine pari allo 0,75%, per tenere conto delle aspettative di crescita della realtà in parola.

La valutazione di Fabryka Osi Napedowych SA

Il valore economico della partecipazione in Fabryka Osi Napedowych SA calcolato sulla base del criterio reddituale, versione *sintetica*, è riportato in Tabella 5.5.

TABELLA 5.5 – Valore della partecipazione in Fabryka Osi Napedowych SA

(valori in migliaia di euro)

Reddito netto normalizzato medio (R_n)	588
K_e	13,72%
g	-
Valore economico del capitale	4.283
Percentuale di proprietà	90,67%
Valore della partecipazione oggetto di conferimento	3.883

La valutazione delle società di diritto cinese

Il valore complessivo delle partecipazioni in Carraro China Drive Systems Co. Ltd e Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd detenute da INTERNATIONAL

calcolato sulla base del criterio reddituale nella versione *sintetica* è riportato in Tabella 5.6.

TABELLA 5.6 – Valore post-fusione delle partecipazioni in Carraro China Drive Systems Co. Ltd e Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd

	<i>(valori in migliaia di euro)</i>
Reddito netto normalizzato medio (R_n)	1.284
K_e	13,69%
g	0,75%
Valore economico del capitale	9.929
Percentuale di proprietà	100,00%
Valore della entità oggetto di conferimento	9.929

5.4.2.2 Il criterio reddituale nella versione analitica

L'applicazione del criterio reddituale nella versione *analitica* richiede la determinazione dei redditi analitici del periodo 2008-2010, del tasso di attualizzazione (K_e) e del valore finale (V_f), ottenuto capitalizzando il flusso di reddito del periodo successivo a quello di previsione analitica (vale a dire quello al 2011) al saggio K_e .

I redditi attesi coincidono con quelli utilizzati sia per il criterio misto UEC sia per il criterio reddituale *sintetico*. Come scritto, si tratta di dati normalizzati, deflazionati e netti di imposta. Il flusso di reddito terminale necessario per calcolare il valore residuo attribuibile oltre l'orizzonte temporale considerato è stato definito pari al reddito netto normalizzato dell'ultimo anno di previsione analitica (2010).

Il tasso K_e , utilizzato per l'attualizzazione dei singoli flussi di reddito del periodo analitico di stima, coincide sia con il saggio i del criterio misto UEC sia con il tasso di capitalizzazione utilizzato con il criterio reddituale *sintetico*. Tale saggio è anche utilizzato per la capitalizzazione del flusso terminale; per l'entità risultante dalla fusione delle società di diritto cinese si è assunto un fattore " g " pari allo 0,5%, espressivo delle condizioni di sviluppo del business oltre il 2010.

La valutazione di Fabryka Osi Napedowych SA

Il valore economico della partecipazione in Fabryka Osi Napedowych SA calcolato sulla base del criterio reddituale nella versione *analitica* è riportato in Tabella 5.7.

TABELLA 5.7 – Valore della partecipazione in Fabryka Osi Napedowych SA

(valori in migliaia di euro)

	2008	2009	2010
Reddito netto normalizzato (R_t)	266	618	1.615
K_e (13,72%)			
Valore attuale del reddito netto normalizzato	234	478	1.098
Sommatoria del valore attuale del reddito netto normalizzato	1.810		
g valore finale (0,00%)			
Valore finale	8.004		
Valore economico del capitale	9.813		
Percentuale di proprietà (90,67%)			
Valore della partecipazione oggetto di conferimento	8.898		

La valutazione delle società di diritto cinese

Il valore congiunto delle partecipazioni in Carraro China Drive Systems Co. Ltd e in Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd detenute da INTERNATIONAL calcolato sulla base del criterio reddituale nella versione *analitica* è riportato in Tabella 5.8.

TABELLA 5.8 – Valore post-fusione delle partecipazioni in Carraro China Drive Systems Co. Ltd e Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd

(valori in migliaia di euro)

	2008	2009	2010
Reddito netto normalizzato (R_t)	- 667	1.745	3.417
K_e (13,69%)			
Valore attuale del reddito netto normalizzato	- 587	1.350	2.326
Sommatoria del valore attuale del reddito netto normalizzato	3.089		
g valore finale (0,5%)			
Valore finale	15.118		
Valore economico del capitale	18.207		
Percentuale di proprietà (100,00%)			
Valore della entità oggetto di conferimento	18.207		

5.4.3 La valutazione di Carraro Qingdao Trading Co. Ltd

Il valore della partecipazione in Carraro Qingdao Trading Co. Ltd detenuta da INTERNATIONAL è stato calcolato applicando, per i motivi illustrati al precedente par. 5.2.1, il criterio patrimoniale semplice, in virtù dell'attuale non operatività della società. Dalle analisi svolte dagli uffici tecnici della Capogruppo non sono emerse plus(minus)valenze rispetto ai valori di libro; il valore economico di Carraro Qingdao Trading Co. Ltd coincide dunque con il valore contabile del suo patrimonio netto, pari a 174 migliaia di euro.

5.5 I risultati della valutazione peritale

A completamento della valutazione peritale, nella Tabella che segue si riepiloga il valore di ciascuna entità conferita da INTERNATIONAL per ciascuno dei criteri di valutazione adottati dallo scrivente.

TABELLA 5.9 – Il valore delle entità conferite da INTERNATIONAL identificato da ciascun criterio adottato
(valori in migliaia di euro)

	Fabryka Osi Napedowych SA	Carraro China Drive Systems Co. Ltd e Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd post-fusione	Carraro Qingdao Trading Co. Ltd
Criterio misto UEC	3.883	9.460	
Criterio reddituale <i> sintetico</i>	3.883	9.929	
Criterio reddituale <i> analitico</i>	8.898	18.207	
Criterio patrimoniale			174

Relativamente alle società di diritto cinese oggetto di prossima fusione (Carraro China Drive Systems Co. Ltd e Carraro Qingdao Drive Systems Co Ltd), si è assunto che il “plusvalore economico” - rispetto ai valori contabili iscritti nella situazione di conferimento - originatosi applicando i criteri di stima ai dati aggregati delle due società, sia integralmente attribuibile a Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd, in considerazione, tra l'altro, della recente costituzione di Carraro China Drive Systems Co. Ltd (v. Tabella 5.10). Pertanto, quest'ultima è stata mantenuta ai valori di carico (7.384 migliaia di euro), ad esito altresì del processo di “Impairment test” a

cui è stata sottoposta in sede di redazione del bilancio della Capogruppo al 31 dicembre 2007 secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS.

TABELLA 5.10 – Attribuzione del valore alle partecipazioni in Carraro China Drive Systems Co. Ltd e in Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd

(valori in migliaia di euro)

	Carraro China Drive Systems Co. Ltd e Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd post-fusione	Carraro China Drive Systems Co. Ltd (patrimonio netto)⁵	Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd
Critero misto UEC	9.460	7.384	2.076
Critero reddituale sintetico	9.929	7.384	2.545
Critero reddituale analitico	18.207	7.384	10.823

6. CONCLUSIONI

Alla luce delle considerazioni espone nella presente RELAZIONE, il valore stimato della partecipazione in:

- Fabryka Osi Napedowych SA risulta compreso tra un minimo di 3.883 migliaia di euro, ottenuto dall'applicazione dei metodi misto UEC e reddituale *sintetico*, e un massimo di 8.898 migliaia di euro, ottenuto dall'applicazione del metodo reddituale *analitico*. Ad evidenza, il valore di conferimento della partecipazione, pari a 1.368 migliaia di euro, è inferiore al limite minimo stimato a seguito del processo valutativo condotto;
- Carraro China Drive Systems Co. Ltd risulta pari a 7.384 migliaia di euro, pari al valore del suo patrimonio netto contabile. Ad evidenza, il valore di conferimento della partecipazione, pari a 7.384 migliaia di euro, corrisponde al limite stimato a seguito del processo valutativo condotto;
- Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd risulta compreso tra un minimo di 2.076 migliaia di euro, ottenuto dall'applicazione del metodo misto

⁵ Si ricorda che il valore attribuito alla partecipazione in Carraro China Drive Systems Co. Ltd coincide con il valore del suo patrimonio netto contabile. Tale dato è stato poi utilizzato come base di riferimento per la determinazione del valore attribuibile alla partecipazione in Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd, fatto pari alla differenza tra il valore complessivamente assegnato alle partecipazioni post-fusione applicando i singoli criteri valutativi e quello attribuito a Carraro China Drive Systems Co. Ltd.

UEC, e un massimo di 10.823 migliaia di euro, ottenuto dall'applicazione del metodo reddituale *analitico*. Ad evidenza, il valore di conferimento della partecipazione, pari a 1.050 migliaia di euro, è inferiore al limite minimo stimato a seguito del processo valutativo condotto;

- Carraro Qingdao Trading Co. Ltd risulta pari a 174 migliaia di euro, ottenuto dall'applicazione del metodo patrimoniale semplice. Ad evidenza, il valore di conferimento della partecipazione, pari a 170 migliaia di euro, è inferiore al limite stimato a seguito del processo valutativo condotto.

Ciò considerato, lo scrivente attesta, ai sensi e per gli effetti del primo comma dell'art. 2343 del codice civile, che il valore delle partecipazioni destinate ad essere conferite in Carraro Drive Tech SpA da parte di Carraro International SA è almeno pari al valore dell'aumento complessivo di capitale fissato in 9.972.251 euro, comprensivo dell'eventuale sovrapprezzo. Più in particolare, il valore delle partecipazioni oggetto di conferimento considerate singolarmente è almeno pari a:

- a) 7.384.251 euro, per la partecipazione in Carraro China Drive Systems Co. Ltd;
- b) 1.050.000 euro, per la partecipazione in Carraro Qingdao Drive Systems Co. Ltd;
- c) 170.000 euro, per la partecipazione in Carraro Qingdao Trading Co. Ltd;
- d) 1.368.000 euro, per la partecipazione in Fabryka Osi Napedowych SA.

Prof. Marco Reboa