



**RELAZIONE *EX* ART. 28 D.LGS.
270/1999**

MAFLOW S.p.A.

in amministrazione giudiziale

MAFLOW POLSKA Sp.zo.o

in amministrazione giudiziale

INDICE

PREMESSA

PARTE PRIMA

IL QUADRO DI RIFERIMENTO DELLA VICENDA

- 1.1. Il passato e la storia di Maflow S.p.A.
- 1.2. L'attualità di Maflow S.p.A. e di Maflow Polska Sp.zo.o.
 - 1.2.1. Scheda anagrafica della Maflow S.p.A.
 - 1.2.2. Scheda anagrafica della Maflow Polska Sp.zo.o.
- 1.3. Il ruolo del Gruppo Maflow S.p.A. nel panorama nazionale ed internazionale.

PARTE SECONDA

LE OPERAZIONI SOCIETARIE DI MAFLOW S.P.A.

- 2.1. Dalla Società al Gruppo.
- 2.2. Fonti informative utilizzate nella ricostruzione delle operazioni societarie straordinarie.
- 2.3. Cronologia degli avvenimenti rilevanti.
 - 2.3.1. Avvenimenti anno 2004.
 - 2.3.2. Avvenimenti anno 2005.
 - 2.3.3. Avvenimenti anno 2006.
 - 2.3.4. Avvenimenti anno 2007.
 - 2.3.5. Avvenimenti anno 2008.
 - 2.3.6. Avvenimenti anno 2009.

PARTE TERZA

LE OPERAZIONI SOCIETARIE DI MAFLOW POLSKA SP.ZO.O.

- 3.1. Fonti informative utilizzate nella ricostruzione delle operazioni societarie straordinarie.
- 3.2. Cronologia degli avvenimenti rilevanti.
 - 3.3.1. Avvenimenti anno 2004.
 - 3.3.2. Avvenimenti anno 2005.
 - 3.3.3. Avvenimenti anno 2006.
 - 3.3.4. Avvenimenti anno 2007.

3.3.5. Avvenimenti anno 2008.

3.3.6. Avvenimenti anno 2009.

PARTE QUARTA

LE CAUSE DELLO STATO DI INSOLVENZA

4.1. Le cause strutturali ed economiche dell'insolvenza.

4.2. L'analisi dei bilanci.

4.2.1. L'analisi di bilancio di Maflow S.p.A.

4.2.2. L'analisi di bilancio di Maflow Polska Sp.zo.o.

4.2.3. L'analisi del bilancio: il Conto Economico Consolidato del Gruppo Maflow.

4.2.4. L'analisi del bilancio: lo Stato Patrimoniale Consolidato del Gruppo Maflow.

4.3. Sintesi delle cause dell'insolvenza.

PARTE QUINTA

LO STATO ESTIMATIVO ANALITICO DELLE ATTIVITÀ DI MAFLOW S.P.A.

5.1. Obiettivi e criteri seguiti.

5.2. Limiti dell'analisi.

5.3. Documentazione utilizzata.

5.4. Le poste dell'attivo di Maflow S.p.A.

PARTE SESTA

LO STATO ESTIMATIVO ANALITICO DELLE ATTIVITÀ DI MAFLOW POLSKA SP.ZO.O.

6.1. Obiettivi e criteri seguiti.

6.2. Limiti dell'analisi.

6.3. Documentazione utilizzata.

6.4. Le poste dell'attivo di Maflow Polska Sp.zo.o

PARTE SETTIMA

LE CONCRETE PROSPETTIVE DI RECUPERO DELL'EQUILIBRIO ECONOMICO

7.1. Analisi delle "concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali". L'art. 27 del D. Lgs. n. 270 del 1999.

7.2. Le prospettive.

7.3. Gli elementi di potenziale *upside* della simulazione economica.

7.4. Conclusioni.

7.4.1. L'indirizzo di programma per Maflow S.p.A.

7.4.2. L'indirizzo di programma per Maflow Polska Sp.zo.o.

PREMESSA

Con le sentenze nn. 260/2009 e 261/2009 dell'11 maggio 2009, pubblicate in pari data ed iscritte presso i competenti Registri delle Imprese, il Tribunale di Milano, ai sensi dell'art. 3 del D. Lgs. 8/7/1999, n. 270 (nuova disciplina dell'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza), ha dichiarato che le società Maflow S.p.A. e Maflow Polska Sp.zo.o. sono in stato di insolvenza ed ha designato quali Commissari Giudiziali l'Avv. Stefano Coen, l'Avv. Francesco Pensato e l'Avv. Prof. Vincenzo Sanasi d'Arpe.

Data la complessità strutturale delle società Maflow S.p.A. e Maflow Polska Sp.zo.o. e la rilevante mole di partecipazioni societarie detenute, il Collegio Commissariale, con istanze depositate rispettivamente in data 08/06/2009 e 19/06/2009 ha richiesto una proroga di quindici giorni per il deposito della relazione *ex art. 28* D. Lgs. n. 270/1999 nonché l'autorizzazione a predisporre e depositare un'unica relazione per entrambe le società.

Accolte le istanze suddette da parte del Tribunale di Milano, si è provveduto a completare tutte quelle attività propedeutiche e strumentali alla redazione della relazione che oggi si deposita.

I Commissari Giudiziali hanno redatto, ai sensi dell'art. 28 del D. Lgs. n. 270/99, la presente relazione diretta a fornire la descrizione particolareggiata delle cause dello stato di insolvenza e ad esprimere una valutazione motivata circa l'esistenza delle condizioni previste dall'art. 27 del detto decreto ai fini dell'ammissione delle società Maflow S.p.A. e Maflow Polska Sp.zo.o. alla procedura di amministrazione straordinaria.

Tenuto conto dei ristretti tempi a disposizione dei Commissari Giudiziali, dell'organizzazione di Maflow S.p.A. e Maflow Polska Sp.zo.o., che si presenta diversificata quanto alla sua dislocazione geografica di segno internazionale nonché della complessità delle partecipazioni di controllo direttamente ed indirettamente detenute da Maflow S.p.A. in seno al Gruppo di cui fa parte, la relazione, pur fornendo un quadro completo delle vicende oggetto d'esame, potrebbe non includere talune informazioni oggettivamente non acquisibili dal Collegio Commissariale.

Occorre altresì evidenziare che alcune informazioni contenute nella presente relazione sono state fornite da amministratori, dirigenti, dipendenti o consulenti delle società Maflow S.p.A. e Maflow Polska Sp.zo.o.

Il Collegio Commissariale ha fatto affidamento sulla veridicità, accuratezza, correttezza e completezza di tali informazioni che sono state sottoposte a verifica nei limiti del tempo e della documentazione disponibile.

Si precisa, in proposito, che:

- relativamente al progetto di bilancio della Maflow S.p.A. al 31.12.2008 la società di revisione KPMG S.p.A. ha manifestato l'impossibilità di esprimere un giudizio;
- il bilancio della Maflow Polska Sp.zo.o. al 31.12.2008 è stato sottoposto al Collegio Commissariale in bozza;
- le situazioni patrimoniali ed economiche infrannuali fornite al Collegio Commissariale per effettuare le dovute analisi non sono state sottoposte a certificazione da parte dei Revisori dei Conti delle società insolventi.

Ne consegue che, in sede di verifica successiva, potrebbero emergere modifiche e aggiustamenti anche rilevanti al momento non noti, né prevedibili.

Si precisa altresì che, per quanto concerne le principali operazioni societarie descritte nella presente relazione, il Collegio Commissariale si riserva di effettuare gli approfondimenti del caso e di informare tempestivamente gli organi competenti.

Lo stato analitico ed estimativo delle attività è stato predisposto sulla base delle informazioni e del tempo a disposizione. L'analisi e le considerazioni, fatte circa il valore stimato delle attività delle società insolventi, sono necessariamente basate su dati contabili e, pertanto, devono essere considerate come stime indicative basate su criteri di ragionevolezza e prudenza.

Le stime, infatti, non hanno valenza di perizie sul valore intrinseco/teorico delle stesse, né di valutazioni di mercato, in quanto tra l'altro in questa sede il lavoro del Collegio Commissariale non considera aspetti negoziali e contrattuali specifici, valutazioni soggettive delle parti e la forza contrattuale di queste, elementi tutti che potrebbero avere un impatto significativo sulle considerazioni effettuate.

Le indicazioni fornite dal Collegio Commissariale circa la possibilità di recupero dell'equilibrio economico delle società insolventi sono basate su notizie assunte dal *management*, su documentazione predisposta da consulenti esterni della società e su altri ragguagli ricevuti informalmente dai Commissari Giudiziali.

PARTE PRIMA
IL QUADRO DI RIFERIMENTO DELLA VICENDA

1.1. Il passato e la storia di Maflow S.p.A.

La Maflow S.p.A. (già Manuli Automotive Components S.p.A.) è stata costituita dal socio unico Reflexes Finance S.A. con sede in 23, Val Fleuri, L-1526Luxembourg, in data 23/06/2004 con atto a rogito del notaio Piazza in data 23/06/2004, rep. n. 328987 / racc. n. 8488, ed è stata iscritta al Registro delle Imprese di Milano in data 02/07/2004 con il numero 04460570965 ed identico codice fiscale, R.E.A. MI-1749389.

All'atto della costituzione il capitale sociale ammontava ad Euro 120.000,00 (euro centoventimila e zero centesimi).

L'oggetto sociale originale, come indicato nello statuto in sede di costituzione, era così definito:

“La società ha per oggetto in Italia e all'estero:

- a) a scopo di stabile investimento e non di collocamento con esclusione della propria attività nei confronti del pubblico, l'assunzione e gestione di partecipazioni in altre società o enti nonché il finanziamento ed il coordinamento tecnico delle sole società od enti nei quali partecipa;*
- b) la prestazione di opera di assistenza gestionale, consistente nella pianificazione finanziaria, ristrutturazione aziendale, ricerca di mercato, raccolta ed elaborazione di dati ed informazioni econometriche a favore delle società nelle quali partecipa ed a favore di terzi.*
- c) la commercializzazione, la gestione, la promozione di tutti i beni e servizi connessi con la consulenza finanziaria ed al mercato finanziario in genere (art.2 comma 1 e art.1 comma 4 del D.Lgs 23.7.1996 n.415).*
- d) attività di ricerche e dati sui mercati finanziari ed in genere sui temi legati agli investimenti e all'opportunità sui mercati finanziari. L'assunzione di partecipazioni comportanti una responsabilità illimitata deve essere deliberata dall'assemblea ordinaria dei soci.*

La società non può sottoscrivere azioni proprie salvo quanto previsto dall'art. 2357 ter, comma secondo, accettare azioni proprie in garanzia nonché concedere prestiti o garanzie a chiunque per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni della società.

La società può acquistare azioni proprie nei limiti e nelle previsioni degli art. 2357 e 2357 bis del codice civile”.

La sede sociale era originariamente ubicata in Milano, Viale Bianca Maria n.25.

Alla data di costituzione della società, l'organo amministrativo era costituito da un Amministratore Unico, in carica fino all'assemblea che ha approvato il bilancio al 31 dicembre 2006:

<i>Nominativo</i>	<i>Carica</i>
Maurizio Salom	Amministratore Unico

Alla costituzione della Società, il Collegio Sindacale era formato da 3 sindaci effettivi e 2 supplenti, tutti in carica fino all'assemblea che ha approvato il bilancio al 31 dicembre 2006, nelle persone di:

<i>Nominativo</i>	<i>Carica</i>
Guido Riccardi	Presidente
Alberto Pession	Sindaco effettivo
Carlo Galli	Sindaco effettivo
Giovanni Tedeschi	Sindaco supplente
Monica Antonia Castiglioni	Sindaco supplente

1.2. L'attualità di Mafflow S.p.A. e di Mafflow Polska Sp.zo.o.

Illustrato l'oggetto delle attività, è opportuno completare il profilo introduttivo con l'analisi degli assetti sociali delle società ricorrenti.

1.2.1. Scheda anagrafica della Mafflow S.p.A.

La società Mafflow S.p.A. ha sede legale e amministrativa in Trezzano sul Naviglio (MI), via Boccaccio n. 1, è iscritta al Registro delle imprese di Milano al n. 04460570965 con identico codice fiscale, e al R.E.A. di Milano al n. MI-1749389.

La società svolge l'attività che costituisce il suo oggetto sociale in due stabilimenti ubicati sul territorio nazionale:

- Trezzano sul Naviglio, superficie coperta pari a circa 14.000 mq, dove è ubicata la sede legale ed operativa di Mafflow e dove trovano collocazione gli uffici direttivi

della maggior parte dei *managers* e dei responsabili delle diverse funzioni aziendali, oltre che gli uffici tecnici, commerciali, contabili e legali che svolgono compiti di assistenza e coordinamento dell'attività produttiva dell'intero Gruppo Maflow. In tale sede vengono effettuate le attività di lavorazione di tubi in acciaio e alluminio, di assemblaggio degli stessi con i tubi di gomma provenienti dallo stabilimento di Ascoli Piceno, nonché di ricerca, sviluppo e controllo qualità per l'intero Gruppo Maflow;

- Ascoli Piceno, in Zona Industriale Campolungo snc, di mq 12.000, dove è localizzata l'attività produttiva di tubi in gomma (sia vulcanizzata che "green"), che vengono poi rivenduti sia alle altre società del Gruppo Maflow per l'assemblaggio, sia a terzi.

Maflow S.p.A. ha la detenzione qualificata in forza di contratti di locazione stipulati rispettivamente in data 10 dicembre 2007 con la società Virum S.r.l. per quanto riguarda lo stabilimento di Trezzano sul Naviglio, e 30 aprile 2001 con la società Manuli Rubber Industries S.p.A. per quanto riguarda lo stabilimento di Ascoli Piceno.

La durata società è fissata al 31/12/2050 e l'esercizio sociale decorre dal 1° gennaio al 31 dicembre di ciascun anno.

Il capitale sociale risulta ammontare ad euro 10.000.000,00 (euro diecimilioni e zero centesimi) interamente sottoscritti e versati e così ripartito alla data di presentazione del ricorso per la dichiarazione di insolvenza:

<i>Socio</i>	<i>Numero azioni</i>	<i>Valore nominale Azioni</i>	<i>%</i>
Maflow S.A. Spolka Akcynjna	10.000.000	10.000.000,00	100,0%

Si segnala che le azioni di Maflow S.p.A. sono gravate da diritti di pegno in favore dei seguenti istituti bancari:

- Banco Popolare di Verona e Novara S.c.r.l.;
- Intesa Sanpaolo S.p.A.;
- Sanpaolo Imi S.p.A.;
- Unicredit Corporate Banking S.p.A.;
- Interbanca S.p.A.;

- Banca Popolare di Novara S.p.A.;
- Banca Popolare di Vicenza Società Cooperativa per Azioni.

Maflow S.p.A. ha per oggetto sociale la progettazione, produzione e vendita di componenti ed attrezzature per autoveicoli a qualsiasi uso destinati, ivi compresi i veicoli industriali e, in modo particolare, i componenti per l'industria automobilistica.

Essa può compiere tutte le operazioni commerciali, industriali e finanziarie, mobiliari ed immobiliari, necessarie od utili per il conseguimento dell'oggetto sociale. La società può inoltre:

- (i) assumere, sia direttamente sia indirettamente, partecipazioni e interessenze in altre società, imprese o altre entità, anche con sede all'estero, operanti nel settore di cui sopra o altrimenti aventi oggetto analogo o affine o connesso al proprio;
- (ii) prestare a tali società assistenza e coordinamento tecnici e/o finanziari e servizi in genere;
- (iii) svolgere servizi ed effettuare operazioni commerciali e industriali; e
- (iv) svolgere attività finanziarie e prestare garanzie di qualsiasi natura a fronte di debiti e obbligazioni sociali o di terzi, anche a favore di banche o istituti di credito.

Le attività di cui ai punti (i), (ii) e (iv) che precedono non possono essere effettuate nei confronti del pubblico, e quelle di cui al punto (iv) che precede non possono inoltre essere effettuate in via prevalente, ai sensi di quanto disposto dal decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385.

Fino alla messa in liquidazione della Società, gli amministratori erano:

<i>Nominativo</i>	<i>Carica</i>
Maurizio Salom	Presidente
Luigi Francione	Consigliere Delegato
Carlo Bertone	Consigliere
Jean Francois Aron	Consigliere
Jean Pierre Verlaine	Consigliere

Analogamente, fino alla stessa data, il Collegio Sindacale era composto dai signori:

<i>Nominativo</i>	<i>Carica</i>
Monica Antonia Castiglioni	Presidente
Alberto Pession	Sindaco effettivo
Carlo Galli	Sindaco effettivo
Giovanni Tedeschi	Sindaco supplente
Giovanni Covati	Sindaco supplente

L'attività di revisione contabile è demandata a norma dell'art. 2409-*bis* del codice civile a KPMG S.p.A. (rimasto in carica fino all'approvazione del bilancio d'esercizio al 31/12/2008).

Nella parte straordinaria dell'Assemblea dei Soci di Maflow S.p.A. del 6 aprile 2009, il Presidente del Consiglio di Amministrazione, preso atto dell'impossibilità da parte del socio di procedere alla ricapitalizzazione della Società, espone all'Assemblea la necessità di procedere nella liquidazione della Società stessa.

In data 7 aprile 2009 cessano gli Amministratori fino ad allora in carica e l'Assemblea nomina all'unanimità un liquidatore:

<i>Nominativo</i>	<i>Carica</i>
Giovanni La Croce	Liquidatore

In sede di Assemblea dei Soci, il Presidente del Consiglio di Amministrazione informa altresì di aver avviato le attività necessarie alla presentazione del ricorso ex D.Lgs. 270/99 ("*Prodi bis*"); l'Assemblea esprime in proposito la raccomandazione che il nominando liquidatore persegua senza indugio la via della procedura ex *Prodi-bis* senza, tuttavia, omettere la verifica di fattibilità delle manifestazioni di interesse e/o offerte formulate da terzi possibili investitori.

Alla luce di quanto sopra descritto, in data 10 Aprile 2009 è stato depositato presso il Tribunale Ordinario di Milano, Sez. Fallimentare, il ricorso per la dichiarazione dello stato di insolvenza ex artt. 3 e 5 D.Lgs. 8 luglio 1999, n. 270 da parte di Maflow S.p.A.

Con la sentenza n. 260/09 del 11 maggio 2009, il Tribunale di Milano ha dichiarato l'insolvenza della ricorrente e ha nominato tre commissari giudiziali:

<i>Nominativo</i>	<i>Carica</i>
Stefano Coen	Commissario giudiziale
Francesco Pensato	Commissario giudiziale
Vincenzo Sanasi d'Arpe	Commissario giudiziale

Con la sentenza sopra menzionata il Tribunale di Milano ha inoltre disposto che la gestione dell'impresa sia lasciata all'impresa dichiarata insolvente, mantenendo *de facto* i poteri gestori in capo al nominato liquidatore.

1.2.2. Scheda anagrafica della Maflow Polska Sp.zo.o.

Maflow Polska Sp.zo.o. ha la propria sede sociale in Tychy (Polonia), ulica Serdeczm 42, codice fiscale n. 521-29-34-106.

È stata costituita in data 22 aprile 1998 con atto pubblico notarile a rogito dott. Slawomir Strojny, notaio in Varsavia (Rep. A N. 4478/98), ed iscrizione al registro commerciale presso il Tribunale Distrettuale di Katowice al numero RHB 17533.

La società esercita il proprio oggetto sociale in tre stabilimenti:

- Tychy, nei pressi di Katowice, superficie coperta pari a circa 11.900 mq, dove sono svolte le attività di “*aluminium & steel*” e “*air co*”, insieme alle attività di produzione di componenti metallici (c.d. *fitting*) e l’assemblaggio finale (c.d. *assemblies production*). Le attività sono certificate ISO TS 16949:2002;
- Chelmek, nei pressi di Oswiecim, superficie coperta pari a circa 10.000 mq, dove sono svolte le attività di “*aluminium & steel*” e “*air co*”, insieme alle attività di produzione di componenti metallici (c.d. *fitting*) e l’assemblaggio finale (c.d. *assemblies production*). Le attività sono certificate ISO TS 16949:2002;
- Chelmek 2, nei pressi di Oswiecim, superficie coperta pari a circa 5.356 mq, dove sono svolte le attività di vulcanizzazione dei tubi di gomma (c.d.d *pre-shaped hoses* e *rubber hoses*). Le attività sono certificate ISO TS 16949:2002.

La durata della Società è illimitata.

Il capitale sociale alla data di presentazione del ricorso per la dichiarazione di insolvenza è pari a PLN 68.000.000,00, costituito da n. 136.000 quote di partecipazione del valore nominale unitario di PLN 500,00, detenuto interamente da Maflow S.p.A.

<i>Socio</i>	<i>Numero Quote</i>	<i>Valore nominale (PLN)</i>	<i>%</i>
Maflow S.p.A.	136.000	68.000.000,00	100,0%

Sul 95% del capitale sociale gravano diversi diritti di pegno di primo e pari grado (concorrenti tra loro) concessi da Manuli Automotive S.p.A. (oggi Maflow S.p.A.), in qualità di costituente, in favore dei seguenti istituti di credito:

- Banca Popolare di Verona San Gimignano e San Prospero S.p.A.
- Intesa Sanpaolo S.p.A.

- Unicredit Banca d'Impresa S.p.A.
- Interbanca S.p.A.
- Banca Popolare di Novara S.p.A.
- Banca Popolare di Vicenza S.c.p.A.

Il pegno sulle azioni è stato concesso a garanzia del Finanziamento in *Pool* erogato a Maflow S.p.A. dagli istituti di credito sopra indicati ed è stato costituito in forza di diversi atti di pegno su quote di partecipazione, stipulati in Wroclaw in data 16 gennaio 2006.

Maflow Polska Sp.zo.o. ha per oggetto sociale:

- la produzione di prodotti in gomma, prodotti tecnici, tubi flessibili, componenti metallici (tubo flessibile e attrezzature) e sistemi da usare nel settore automobilistico, idraulica, industria mineraria e navale;
- la produzione di giunti metallici;
- la produzione di profilati di materia plastica;
- la vendita all'ingrosso dei tubi flessibili con attrezzatura e sistemi di tubi e articoli metallici;
- la vendita al minuto dei tubi flessibili con attrezzatura e altra vendita al minuto.

Il sistema di *governance* adottato dalla Società è di tipo dualistico e prevede un Consiglio di Sorveglianza (*Supervisory Board*) ed un Consiglio di Gestione (*Management Board*).

Il primo organo è costituito da:

<i>Nominativo</i>	<i>Carica</i>
Luigi Francione	Presidente del Consiglio di Sorveglianza (nominato dall'Assemblea Soci del 31 luglio 2001)
Jean Pierre Verlaine	Consigliere di Sorveglianza (nominato dall'Assemblea Soci del 18 aprile 2006)
Stefano Cassina	Consigliere di Sorveglianza (nominato dall'Assemblea Soci del 4 agosto 2004)

Il Consiglio di Gestione è costituito da:

<i>Nominativo</i>	<i>Carica</i>
Franco Giampaolletti	Consigliere di Gestione (nominato dal Consiglio di Sorveglianza del 30 novembre 2006)
Stefano Neri	Consigliere di Gestione (nominato dal Consiglio di Sorveglianza del 31 marzo 2008)

Massimo Zagati	Consigliere di Gestione (nominato dal Consiglio di Sorveglianza del 30 settembre 2007)
Matteo Maria Cimenti	Consigliere di Gestione (nominato dal Consiglio di Sorveglianza del 21 febbraio 2008)
Giovanni La Croce	Consigliere di Gestione (nominato dal Consiglio di Sorveglianza del 30 aprile 2009)

L'attività di revisione contabile è stata affidata alla società di revisione KPMG.

In data 10 Aprile 2009, è stato depositato presso il Tribunale Ordinario di Milano, Sez. Fallimentare, il ricorso per la dichiarazione dello stato di insolvenza ex artt. 3 e 5 D.Lgs. 8 luglio 1999, n. 270 da parte di Maflow Polska Sp.zo.o.

Con la sentenza n. 261/09 dell'11 maggio 2009, il Tribunale di Milano, riconoscendo che il “*centro degli interessi principali*” di Maflow Polska Sp.zo.o. è ubicato nel territorio italiano (diversamente dalla collocazione della sede statutaria), ha dichiarato l'insolvenza della ricorrente e ha nominato tre commissari giudiziali:

<i>Nominativo</i>	<i>Carica</i>
Stefano Coen	Commissario giudiziale
Francesco Pensato	Commissario giudiziale
Vincenzo Sanasi d'Arpe	Commissario giudiziale

Con la sentenza sopra menzionata il Tribunale di Milano ha disposto che la gestione dell'impresa sia lasciata all'impresa dichiarata insolvente, mantenendo *de facto* i poteri gestori in capo al Consiglio di Gestione (*Management Board*).

1.3. Il ruolo del Gruppo Maflow nel panorama nazionale ed internazionale.

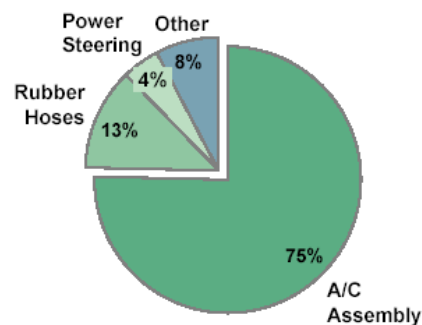
L'attività del Gruppo Maflow si indirizza prevalentemente nel settore della progettazione, produzione e vendita di componenti ed attrezzature per autoveicoli a qualsiasi uso destinati, ivi compresi i veicoli industriali e, in modo particolare, i componenti per l'industria automobilistica (settore *automotive*), assumendo un posto di rilievo nel mercato mondiale.

In particolare il Gruppo Maflow (che fa capo a Maflow Sp.A.) è attivo nello sviluppo, nella produzione e nella commercializzazione (verso terzi e all'interno del Gruppo stesso) di tubi in gomma rinforzata e in materiale composito per l'impiantistica degli autoveicoli e nella lavorazione e produzione di parti metalliche e di assemblati in gomma, alluminio o acciaio per

altre applicazioni nel settore *automotive*, quali impianti servosterzo, impianti di condizionamento per autoveicoli, tubi “*fuel*” e “*water*”, ecc., con una forte presenza e integrazione con l'intera catena produttiva, dallo sviluppo alla progettazione (insieme ai produttori di veicoli stessi) “*sin dall'origine del ciclo produttivo non solo per il singolo produttore, ma per il singolo modello automobilistico*” ⁽¹⁾, al *compound processing*, produzione ed assemblaggio.

Dall'analisi della suddivisione delle vendite per prodotto si evince che i maggiori volumi di attività sono realizzati con gli impianti di aria condizionata (pari a circa 75%).

Suddivisione dei ricavi per prodotto

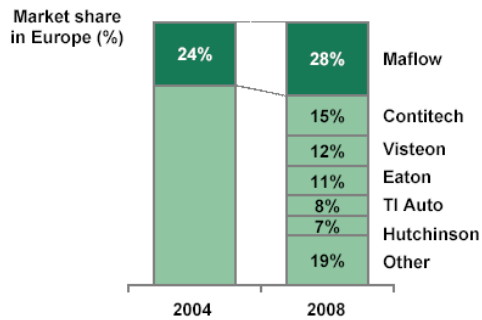


Il Gruppo Maflow è un operatore *leader* nel segmento dei tubi in gomma e in materiale composito per gli impianti di condizionamento per autoveicoli e mezzi pesanti, con il 28% circa delle quote di mercato a livello europeo e l'11% delle quote di mercato a livello mondiale nel 2008 ⁽²⁾ pari a circa il doppio della quota di mercato del secondo più importante *competitor* (Contitech).

Suddivisione quote mercato “A/C assembly”

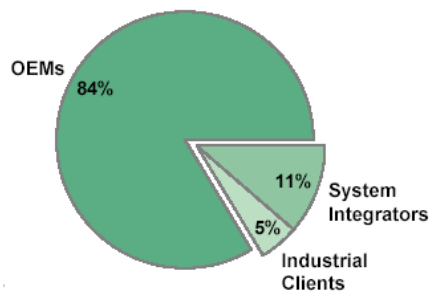
⁽¹⁾ Fonte: Ricorso per la dichiarazione di insolvenza *ex artt. 3 e 5 D.Lgs. 270/1999* presentato da Maflow S.p.A. in data 10 aprile 2009.

⁽²⁾ Fonte: “*Maflow Business Plan 2009-2011 - Synthesis of main outcomes*”, Boston Consulting Group, 9 dicembre 2008.



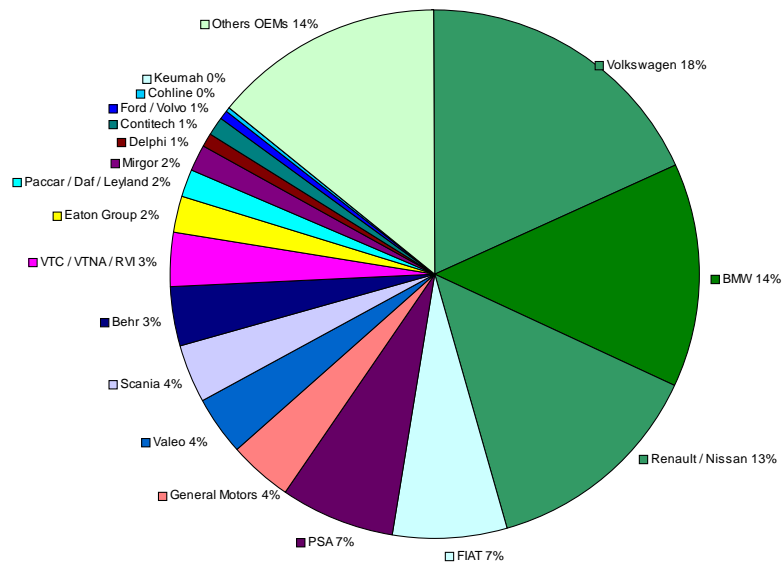
Il Gruppo MAFLOW opera principalmente in qualità di fornitore diretto e strategico di livello 1 (*tier-1*) dei propri clienti OEM.

Ripartizione fatturato per tipologia cliente



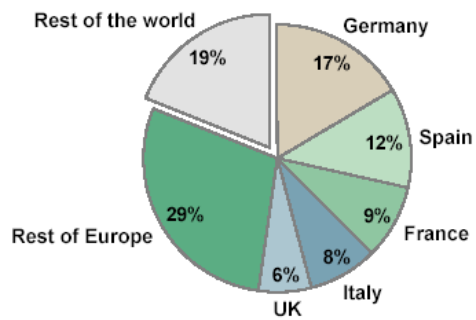
I fabbricanti OEM (*top OEMs*) rappresentano quindi i clienti principali del Gruppo e sono: Volkswagen, BMW, Renault-Nissan (insieme i tre nomi citati rappresentano oltre il 60% delle vendite), Mercedes, Ford-Volvo, PSA Peugeot Citroen, e FIAT.

Ripartizione fatturato per cliente



Infine, la suddivisione dei ricavi per area geografica mostra che i maggiori volumi di attività sono realizzati in Europa (pari a circa 81%).

Ripartizione fatturato per area geografica



PARTE SECONDA
LE OPERAZIONI SOCIETARIE DI MAFLOW S.P.A.

2.1. Dalla Società al Gruppo.

Si ritiene opportuno dare evidenza, secondo un criterio cronologico, alle principali operazioni societarie poste in essere da Maflow S.p.A. (o dalle sue controllate) nel periodo che va dal 2004 al 2008.

Per quanto concerne le operazioni societarie di Maflow Polska Sp.zo.o., si rimanda al successivo capitolo per una trattazione specifica.

2.2. Fonti informative utilizzate nella ricostruzione delle operazioni societarie straordinarie.

I documenti utilizzati per la ricostruzione delle operazioni societarie descritte nel seguito sono stati ottenuti dalla Società e/o da fonti ufficiali e sono rappresentati da:

- bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2004 di Man Automotive Components S.p.A.;
- bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2005 di Manuli Automotive S.p.A.;
- bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2006 di Maflow S.p.A.;
- bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2007 di Maflow S.p.A.;
- bilancio consolidato al 31 dicembre 2007 di Maflow S.p.A.;
- bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2008 di Maflow S.p.A. approvato dall'Assemblea dei Soci del 6 aprile 2009;
- bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2004 di Manuli Rubber Industries S.p.A.;
- verbale di Assemblea dei soci ordinaria e straordinaria di Maflow S.p.A. del 6 aprile 2009;
- ricorso per la dichiarazione dello stato di insolvenza *ex* D.Lgs. n. 270/99 per Maflow S.p.A.;
- ricorso per la dichiarazione dello stato di insolvenza *ex* D.Lgs. n. 270/99 per Maflow Polska Sp.zo.o.;
- sentenza del Tribunale di Milano n. 260/2009 per la dichiarazione di insolvenza di Maflow S.p.A.;
- sentenza del Tribunale di Milano n. 261/2009 per la dichiarazione di insolvenza di Maflow Polska Sp.zo.o.;

- visura storica di Maflow S.p.A. estratta dal Registro delle Imprese il 22 maggio 2009;
- visura storica di Maflow S.p.A. estratta dal Registro delle Imprese il 26 maggio 2009;
- atto costitutivo della società per azioni Man Automotive Components S.p.A.;
- dichiarazione a sensi dell'art. 2443 C.C. del 28 luglio 2004 (aumento capitale sociale Man Automotive Components S.p.A.);
- contratto di acquisto delle partecipazioni in Manuli Automotive S.p.A. e Manuli Auto International S.A. tra Man Automotive Components S.p.A. e Manuli Rubber Industries S.p.A. del 2 luglio 2004;
- verbale di Assemblea dei soci straordinaria di Man Automotive Components S.p.A. del 28 luglio 2004;
- verbale di Assemblea dei soci straordinaria di Manuli Automotive S.p.A. del 28 settembre 2004;
- verbale del Consiglio di Amministrazione di Manuli Automotive S.p.A. del 7 novembre 2005 (acquisto partecipazioni da Manuli Auto International S.A.);
- atto di trasferimento a Manuli Automotive S.p.A. delle partecipazioni possedute da Manuli Auto International S.A., datato 17 novembre 2005;
- atto di accollo del finanziamento contratto da Manuli Auto International S.A., datato 30 novembre 2005;
- verbale di Assemblea generale straordinaria di Manuli Auto International S.A. del 9 dicembre 2005;
- rapporto di revisione limitata sulla situazione contabile di Manuli Auto International S.A. al 9 dicembre 2005;
- iscrizione del 21 dicembre 2005 del trasferimento di sede sociale di Manuli Auto International S.A.;
- contratto di finanziamento in pool tra Manuli Automotive S.p.A. e Banca Popolare di Verona e Novara S.c.a.r.l. (in qualità di agente), datato 23 dicembre 2005;
- relazione dell'organo amministrativo di Manuli Automotive S.p.A. ex art. 2501-*quinquies* C.C., datato 14 marzo 2005 (ai fini della fusione);
- relazione dell'organo amministrativo di Man Automotive Components S.p.A. ex art. 2501-*quinquies* C.C., datato 14 marzo 2005 (ai fini della fusione);
- relazione dell'esperto comune nominato dal Tribunale ai sensi dell'art. 2501-*bis* C.C., datato 20 aprile 2005 (ai fini della fusione);

- verbale di Assemblea dei soci straordinaria di Manuli Automotive S.p.A. del 20 aprile 2005 (delibera di fusione);
- verbale di Assemblea dei soci straordinaria di Man Automotive Components S.p.A. del 20 aprile 2005 (delibera di fusione);
- atto di fusione del 27 giugno 2005;
- verbale di Assemblea dei soci di Man Servizi S.r.l. del 20 dicembre 2007 (aumento di capitale sociale a servizio del conferimento di ramo d'azienda);
- contratto di sublocazione commerciale tra Maflow S.p.A. e Man Servizi S.r.l. del 24 gennaio 2008;
- atto di vendita del complesso immobiliare di Trezzano sul Naviglio del 10 dicembre 2007;
- contratto di locazione immobiliare del complesso di Trezzano sul Naviglio tra Virum S.r.l. e Maflow S.p.A. del 10 dicembre 2007.

2.3. Cronologia degli avvenimenti rilevanti.

2.3.1. Avvenimenti anno 2004.

Man Automotive Components S.p.A. (oggi Maflow S.p.A.) è stata costituita in data 23/06/2004 dal socio unico Reflexes Finance S.A., con sede in Lussemburgo; il capitale sociale era pari ad euro 120.000,00.

In sede di costituzione della società è stato conferito, con atto del notaio Piazza, rep. n. 328987 / racc. n. 8488, il mandato all'organo di amministrazione ad aumentare il capitale sociale fino a un massimo di Euro 50 milioni entro il 31/12/2005.

In esecuzione di tale mandato, il capitale sociale è stato aumentato - in data 03/08/2004 - fino ad Euro 10 milioni ed è stato imputato un importo pari a Euro 33 milioni a riserva sovrapprezzo azioni. Tale aumento è stato interamente sottoscritto e versato dalla Reflexes Finance S.A., al fine di effettuare l'operazione di acquisto delle partecipazioni totalitarie di Manuli Automotive S.p.A. e Manuli Auto International S.A. dal venditore Manuli Rubber Industries S.p.A.

Sulla base del contratto di acquisto delle partecipazioni, datato luglio 2004 (All. 1), si rileva che il prezzo massimo pattuito tra le parti era pari a Euro 140 milioni, dal quale dedurre la posizione finanziaria netta consolidata stimata dal venditore in circa Euro 32 milioni; il prezzo finale risulta pertanto essere pari a circa Euro 108 milioni, soggetto a aggiustamento in funzione del

valore di puntuale rilevazione della posizione finanziaria netta consolidata alla data di *closing* del contratto di acquisizione.

Il prezzo complessivo di acquisto delle partecipazioni al *closing* è stato pari a 109 milioni di Euro, e l'imputazione al valore delle due società acquisite è stato effettuato - così come previsto dal contratto - nelle seguenti proporzioni:

- il 66,6% a Manuli Automotive S.p.A.;
- il 33,3% a Manuli Auto International S.A.

Pertanto i valori di carico imputati nel Bilancio di MAN Automotive Components S.p.A. sono stati 72,6 milioni di euro per Manuli Automotive S.p.A. e 36,4 milioni di euro per Manuli Auto International S.A.

Nella nota integrativa della Manuli Rubber Industries S.p.A. (venditore) al 31 dicembre 2004, è scritto che "in data 3 Agosto 2004, con il perfezionamento della cessione del *Business Group Auto* ai fondi di *Private Equity (Italian Lifestyle Partners)*, le partecipazioni in Manuli Auto International S.A. e Manuli Automotive S.p.A. sono state vendute alla società Man Automotive Components S.p.A., società appositamente costituita dai fondi di *Private Equity*".

Nella documentazione custodita presso gli uffici della società, non risultano perizie di valutazione delle due società acquisite o risultanze di *due diligence* effettuate da parte di esperti.

----- (*)

Si segnala che, da quanto risulta dal bilancio individuale di Manuli Rubber Industries S.p.A. al 31 dicembre 2004, il valore di carico complessivo delle due partecipazioni alla data di cessione è pari a circa Euro 15,9 milioni di Euro; Manuli Rubber Industries S.p.A. ha pertanto registrato nel bilancio al 31 dicembre 2004 una plusvalenza da vendita di partecipazioni pari a 93 milioni di Euro.

Merita inoltre menzione l'estinzione integrale da parte di Manuli Auto International S.A., al momento della cessione del *Business Group Auto*, del finanziamento passivo, pari a circa Euro 17,4 milioni, in essere nei confronti del venditore (Manuli Rubber Industries S.p.A.).

Al fine di far fronte a tale impegno finanziario, la società Manuli Auto International S.A. ha impartito ordine, contestualmente all'operazione di acquisizione di cui è stata oggetto, a Banca Popolare di Verona e Novara S.c.r.l. di erogare un importo pari a circa Euro 15,1 milioni a valere sulla linea B del finanziamento di seguito descritto, accreditando l'importo su un conto intestato a Manuli Rubber Industries S.p.A.

Infine si segnala che la Manuli Automotive S.p.A., al momento della cessione, era parte conduttrice di un contratto di locazione (All. 2), sottoscritto nell'aprile 2001 avente durata di sette anni (con decorrenza dal 1° maggio 2001) e rinnovabile alla scadenza di ulteriori sette anni, con il locatore Manuli Rubber Industries S.p.A. (venditore) per un importo complessivo annuo pari a Lire 678.000.000 (circa Euro 350 mila), avente ad oggetto lo stabilimento di Ascoli Piceno.

L'acquisto delle due partecipazioni è stato finanziato, oltre che con l'aumento di capitale sociale, attraverso capitale di debito, tramite l'apertura del finanziamento "bridge" per Euro 58,3 milioni con Banca Popolare di Verona e Novara S.c. a r.l. e di Euro 10 milioni da Manuli Rubber Industries S.p.A. (proprietario delle partecipazioni acquistate).

Le condizioni del finanziamento erogato da Banca Popolare di Verona e Novara S.c. a r.l. sono le seguenti:

Importo

Linea A: Euro 50.000.000;

Linea B: Euro 8.300.000 (linea di credito a breve termine utilizzabile, in non più di cinque soluzioni, fino ad un massimo di Euro 40.000.000);

Linea C: Euro 0 (linea di credito rotativa a breve termine utilizzabile in soluzioni fino ad un massimo di Euro 10.000.000).

Scadenze

Linea A: 22 luglio 2005;

Linea B: 22 luglio 2005;

Linea C: 22 luglio 2005.

Tassi di interesse

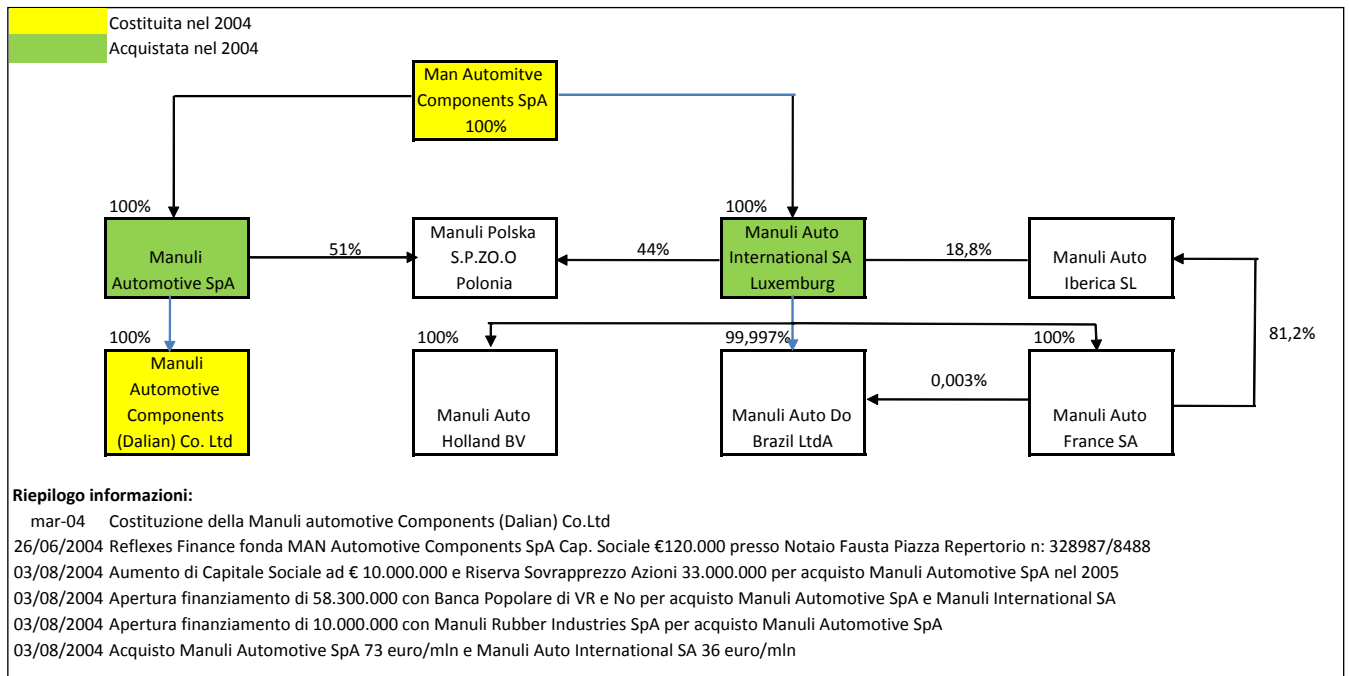
Linea A: Euribor + un margine pari a 2,50% annuo;

Linea B: Euribor + (i) un margine pari a 2,50% annuo, per la porzione dedicata al pagamento di parte del prezzo dell'acquisizione e (ii) un margine pari al 2,00% annuo, per la porzione dedicata a rifinanziare l'indebitamento a medio lungo termine delle società controllate estere esistente alla data di prima erogazione Linea B;

Linea C: Euribor + un margine pari al 2,00% annuo.

Nel mese di marzo 2004 la Manuli Automotive S.p.A. ha costituito la Manuli Automotive Components (Dailian) Co.Ltd. (Cina) con capitale sociale pari a CNY 4.055.611 (circa Euro 360.000).

Il Gruppo alla fine del 2004 era così strutturato:



Dai dati rilevati dal bilancio al 31 dicembre 2004, i valori relativi alle partecipazioni iscritte ed il confronto con le rispettive quote di patrimonio netto della controllata risultano come segue:

Imprese Controllate <i>(tutti i valori in migliaia di Euro)</i>	Capitale Sociale	Patrimonio Netto	di cui risultato d'esercizio	Valore di bilancio (A)	Quota parte patr. Netto (B)	Delta (A-B)
Manuli Automotive S.p.A.	5.000	14.715	(174)	72.647	14.715	57.932
Manuli International S.A.	1.000	5.839	420	36.309	5.839	30.470

Imprese Controllate indirette	Capitale Sociale	Patrimonio Netto	Utile / Perdita	% Poss.	Valuta
Manuli Auto Polska Sp.zo.o	68.000.000	93.245.038	50.347.502	95%	PNL
Manuli Automotive Component (Dalian) Co Ltd	4.055.611	1.699.409	(2.357.531)	100%	CNY
Manuli Auto do Brasil Ltda	26.277.894	14.500.000	(320.370)	100%	BRL
Manuli Auto France S.A.	490.695	2.185.079	(2.382.644)	100%	Euro
Manuli Auto Holland NV	213.381	(491.214)	1.149.395	100%	Euro
Manuli Auto Iberica S.L.	889.240	13.865.005	2.232.754	100%	Euro

Dal bilancio dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2004, si evincono le motivazioni fornite dagli amministratori a supporto dei maggiori valori iscritti come partecipazione rispetto alle rispettive quote di pertinenza del patrimonio netto delle controllate.

Per entrambe le partecipazioni si afferma che si tratta di *“un investimento duraturo e strategico”* e che le partecipazioni *“non hanno subito svalutazioni per perdite durevoli di valore”*. *“I maggiori valori sono motivati dalla valutazione prospettica delle capacità di Manuli Automotive S.p.A. e di Manuli Auto International S.A., di generare flussi reddituali e di cassa positivi nel tempo”*.

Inoltre, si segnala che, nel bilancio al 31 dicembre 2005, a commento del disavanzo da fusione generato dall'incorporazione della Manuli Automotive S.p.A. e del criterio scelto per il suo ammortamento, gli amministratori indicano che:

- la *“società incorporata...è da anni solidamente presente sul mercato”*;
- le analisi di mercato consentono di ritenere il predetto periodo (*di ammortamento*) coerente con le aspettative di durata e sviluppo aziendale, per cui si può ragionevolmente concludere che la società possa conservare per lungo tempo la posizione acquisita sul mercato;
- l'ammortamento dell'avviamento in un periodo di 10 anni è stato ritenuto congruo sulla base dei piani di sviluppo e redditività previsti dall'Organo amministrativo.

Il disavanzo di fusione che si esprime nei valori di bilancio al 31 dicembre 2005 risultava già rappresentato nel bilancio al 31 dicembre 2004 dalla differenza (indicata nella tabella sopra riportata) tra valore di carico della partecipazione, pari al prezzo pagato, e quota del patrimonio netto della società controllata.

2.3.2. Avvenimenti anno 2005.

Vengono esposti nel seguito i principali fatti aventi natura straordinaria dell'esercizio 2005, come indicati nella Relazione sulla gestione e nella Nota integrativa al bilancio chiuso al 31 dicembre 2005.

Fusione per incorporazione della Manuli Automotive S.p.A. in MAN Automotive Components S.p.A.

In data 14 marzo 2005 è stato redatto il progetto di fusione per incorporazione ai sensi dell'art.2501-ter c.c. e dell'art. 2501-bis c.c.; tale progetto è stato depositato presso il Registro delle Imprese il 15 marzo 2005 ed ivi iscritto in data 21 marzo 2005; il progetto in questione prevede la fusione per incorporazione della Manuli Automotive S.p.A. in MAN Automotive Components S.p.A.

Il 20 aprile 2005 si sono tenute le assemblee delle due società coinvolte nell'operazione (agli atti Notaio Enrico Lainati rispettivamente rep. n. 2207 / racc. n. 1103 e rep. n. 2208 / racc. n. 1104) che hanno deliberato, presa visione anche della relazione dell'esperto comune del 20 aprile 2005 (Dr. Fabrizio Malandra, revisore contabile) ⁽³⁾, di approvare il progetto di fusione; quest'ultimo prevedeva anche:

- a) la modifica della denominazione sociale da Man Automotive Components S.p.A. in Manuli Automotive S.p.A.;
- b) il trasferimento della sede sociale da Milano, Viale Bianca Maria 25 a Trezzano sul Naviglio (MI), Via Boccaccio 1;
- c) la modifica dell'oggetto sociale dell'incorporante come segue:

“La società ha per oggetto la progettazione, la produzione e la vendita di componenti ed attrezzature per autoveicoli a qualsiasi uso destinati ivi compresi i veicoli industriali e, in modo particolare, di componenti per l'industria automobilistica.

Essa può compiere tutte le operazioni commerciali, industriali e finanziarie, mobiliari ed immobiliari, necessarie od utili per il conseguimento dell'oggetto sociale.

⁽³⁾ La ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione predisposto dai rispettivi Consigli di Amministrazione, relativamente alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni contratte dalla incorporante Man Automotive Components S.p.A. a seguito della fusione, è stata attestata con relazione del 20 aprile 2005 dal dott. Fabrizio Malandra, esperto nominato a norma dell'art. 2501-bis c.c. dal Tribunale di Milano in data 25 febbraio 2005, su istanza presentata dalle società interessate alla fusione in data 14 febbraio 2005.

La Società può inoltre:

- (i) assumere, sia direttamente sia indirettamente, partecipazioni e interessenze in altre società, imprese o altre entità, anche con sede all'estero, operanti nel settore di cui sopra o altrimenti aventi oggetto analogo o affine o connesso al proprio;*
- (ii) prestare a tali società assistenza e coordinamento tecnici e/o finanziari e servizi in genere,*
- (iii) svolgere servizi ed effettuare operazioni commerciali e industriali; e*
- (iv) svolgere attività finanziarie e prestare garanzie di qualsiasi natura a fronte di debiti e obbligazioni sociali o di terzi, anche a favore di banche o istituti di credito.*

Le attività di cui ai punti (i), (ii) e (iv) che precedono non possono essere effettuate nei confronti del pubblico, e quelle di cui al punto (iv) che precede non possono inoltre essere effettuate in via prevalente, ai sensi di quanto disposto dal decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385”.

Dai verbali delle assemblee straordinarie del 20 aprile 2005 è possibile desumere la struttura dell'indebitamento a seguito della fusione, che viene nel seguito riportata.

Finanziamento da parte di istituti bancari a Man Automotive Components S.p.A. erogato da Banco Popolare di Verona e Novara S.c.r.l. in data 3 agosto 2004.

Successivamente al 22 luglio 2005 (data di scadenza del prestito di 58,3 milioni di Euro erogato nel 2004), il Finanziamento si comporrà di quattro distinte linee di credito:

Importo

Linea A: dell'importo massimo complessivo di Euro 40.000.000,00 utilizzabile in un'unica soluzione alla Data di Stipula;

Linea B: dell'importo complessivo di Euro 10.000.000,00 utilizzabile in un'unica soluzione alla Data di Stipula;

Linea C: dell'importo complessivo di Euro 10.000.000,00 utilizzabile in un'unica soluzione entro 36 mesi dalla Data di Stipula;

Linea D: dell'importo massimo complessivo di Euro 50.000.000,00, utilizzabile secondo le seguenti finalità:

entro il limite della quota utilizzata, nell'ambito del *Bridge Loan*, per il pagamento del prezzo di acquisto del capitale di Manuli Automotive S.p.A. e Manuli Automotive International S.A. da

parte del Beneficiario (Man Automotive Components S.p.A.), quale integrazione a valere sulla linea A; per il rifinanziamento dei debiti a medio/lungo termine; per la differenza tra il limite massimo e gli utilizzi di cui ai punti (i) e (ii) e per smobilizzo di crediti commerciali.

Tassi d'interesse

Linea A: EURIBOR più un margine pari al 2,10% annuo (variabile in relazione alla posizione finanziaria netta consolidata);

Linea B: EURIBOR più un margine pari al 3,00% annuo;

Linea C: EURIBOR più un margine pari al 3,00% annuo;

Linea D: EURIBOR più un margine pari:

- i) al 2,10% annuo, per l'utilizzo a valere sulla Linea A e per gli utilizzi per cassa;
- ii) all'1,75% annuo, per utilizzi a valere sul rifinanziamento delle linee a medio termine;
- iii) all'1,00% annuo, per utilizzi di anticipo di crediti commerciali.

Durata

Linea A e Linea D: 84 mesi dalla Data di Stipula;

Linea B: 60 mesi dalla Data di Stipula;

Linea C: 72 mesi dalla Data di Stipula.

Finanziamento da parte del venditore "Vendors loan".

Il finanziamento di originari Euro 10.000.000,00, erogato alla società incorporante Man Automotive Components S.p.A., dal venditore Manuli Rubber Industries S.p.A. in data 3 agosto 2004 per l'acquisizione della Manuli Automotive S.p.A, presenta le seguenti caratteristiche:

Tasso di interesse: Euribor 6 mesi (base 360) più spread del 1,50% (variabile in relazione alla posizione finanziaria netta consolidata)

Durata: 36 mesi a partire dal 2 agosto 2004

Debito residuo al 14 marzo 2005: Euro 10.000.000,00

Altri Debiti Finanziari (Manuli Automotive S.p.A.):

Banca Intesa Mediocredito - Mutuo ipotecario immobile Trezzano sul Naviglio (Mi)

- Importo originario: Euro 1.549.370,70
- Durata: 10 anni

- Scadenza: 15 settembre 2005
- Rimborso: semestrale (prima scadenza 15 marzo 1998 16 rate)
- Tasso di interesse: variabile BEI maggiorato di uno spread del 1,10%
- Debito residuo al 14 marzo 2005: Euro 193.671,34

San Paolo IMI - Mutuo ipotecario immobile Trezzano sul Naviglio (Mi)

- Importo originario: Euro 1.032.913,79
- Durata: 10 anni
- Scadenza: 15 giugno 2007
- Rimborso: semestrale
- Tasso di interesse: variabile BEI maggiorato di uno spread del 0,75%
- Debito residuo al 14 marzo 2005: Euro 322.785,58

San Paolo IMI - Ricerca applicata I tranche

- Importo originario: Euro 895.235,00
- Durata: 8 anni
- Scadenza: 1 luglio 2010
- Rimborso: semestrale (prima scadenza 1 gennaio 2005 12 rate)
- Tasso di interesse: fisso 2%
- Debito residuo al 14 marzo 2005: Euro 824.646,80

San Paolo IMI - Ricerca applicata II tranche

- Importo originario: Euro 263.706,00
- Durata: 8 anni
- Scadenza: 1 luglio 2010
- Rimborso: semestrale (prima scadenza 1 gennaio 2005 12 rate)
- Tasso di interesse: fisso 2%
- Debito residuo al 14 marzo 2005: Euro 242.913,10

San Paolo IMI - Ricerca applicata III tranche

- Importo originario: Euro 262.623,00
- Durata: 7 anni

- Scadenza: 1 luglio 2010
- Rimborso: semestrale (prima scadenza 1 gennaio 2005 12 rate)
- Tasso di interesse: fisso 2%
- Debito residuo al 14 marzo 2005: Euro 241.915,49

San Paolo IMI - Ricerca applicata IV tranche

- Importo originario: Euro 281.888,00
- Durata : 6 anni
- Scadenza: 1 luglio 2010
- Rimborso: semestrale (prima scadenza 1 gennaio 2005 12 rate)
- Tasso di interesse: fisso 2%
- Debito residuo al 14 marzo 2005: Euro 259.661,47

San Paolo IMI - Ricerca applicata V tranche

- Importo originario: Euro 248.525,00
- Durata: 6 anni
- Scadenza: 1 luglio 2010
- Rimborso: semestrale (prima scadenza 1 gennaio 2005 12 rate)
- Tasso di interesse: fisso 2%
- Debito residuo al 14 marzo 2005: Euro 228.929,10

San Paolo IMI - Ricerca applicata VI tranche

- Importo originario: Euro 151.836,00
- Durata: 5 anni
- Scadenza: 1 luglio 2010 .
- Rimborso: semestrale (prima scadenza 1 gennaio 2005 12 rate)
- Tasso di interesse: fisso 2%
- Debito residuo al 14 marzo 2005: Euro 139.863,92

Mediocredito Centrale - Finanziamento Manuli Auto Polska garantito da fidejussione MAN Automotive Components S.p.A.

- Importo originario: Euro 5.706.000,00

- Durata: 8 anni
- Scadenza: 18 dicembre. 2009
- Rimborso: semestrale (prima scadenza 17 giugno 2005 10 rate)
- Tasso di interesse: Euribor 6 mesi più *spread* 0,90% (meno contributo SIMEST 2,6573%)
- Debito residuo al 14 marzo 2005: Euro 5.706.000,00

Unicredit Banca Mediocredito - Finanziamento Manuli Auto Polska garantito da fidejussione MAN Automotive Components S.p.A.

- Importo originario: Euro 2.250.000,00
- Durata: 8 anni
- Scadenza: 31 marzo 2012
- Rimborso: semestrale (prima scadenza 30 settembre 2007 10 rate)
- Tasso di interesse: Euribor 6 mesi più *spread* 1,00% (meno contributo SIMEST 2,4352%)
- Debito residuo al 14 marzo 2005: Euro 2.250.000,00

Linee di credito concesse alla società incorporanda Manuli Automotive S.p.A. dagli Istituti bancari

San Paolo IMI - Anticipo fatture

- Importo linea di credito Euro 4.150.000,00
- Tasso di interesse: Euribor 3 mesi più *spread* 1,00%;
- Utilizzo al 14 marzo 2005: 0 (zero)

Banca Intesa - Scoperto c/c

- Importo linea di credito Euro 500.000,00
- Tasso di interesse: non specificato;
- Garanzia: lettera patronage Man Automotive Components S.p.A.
- Utilizzo al 14 marzo 2005: 0 (zero)

Banca Intesa - Anticipo fatture

- Importo linea di credito Euro 1.500.000,00

- Tasso di interesse: non specificato;
- Garanzia: lettera patronage Man Automotive Components Spa
- Utilizzo al 14 marzo 2005: 0 (zero)

Banca Popolare di Milano - Scoperto c/c

- Importo linea di credito Euro 1.000.000,00
- Tasso di interesse: 7,75%
- Utilizzo al 14 marzo 2005: 0 (zero)

Banca Popolare di Milano - "*Hot money*"

- Importo linea di credito Euro 2.600.000,00
- Tasso di interesse: Euribor 1 mese più spread 0/30%/0,35%
- Utilizzo al 14 marzo 2005: 0 (zero)

Banca Popolare di Milano - Anticipo fatture

- Importo linea di credito Euro 1.549.000,00
- Tasso di interesse: Italia 2,75% estero da negoziare
- Utilizzo al 14 marzo 2005: zero

Come anche indicato nel bilancio al 31 dicembre 2005, a seguito dell'operazione di fusione per incorporazione, la Società ha rilevato un disavanzo di fusione pari a circa Euro 57,9 milioni, imputato per intero ad avviamento.

Tale importo è pari alla differenza tra il valore di carico della partecipazione eliso dallo stato patrimoniale (circa 72,6 milioni di Euro) ed il valore del netto incorporato (circa 14,7 milioni di Euro).

Gli amministratori hanno optato per un ammortamento su base decennale motivando la scelta in nota integrativa "*in considerazione del fatto che trae origine da una società incorporata che è da anni solidamente presente sul mercato [omissis], in considerazione della sua utilità economica, in quanto le analisi di mercato consentono di ritenere il predetto periodo coerente con le aspettative di durata e sviluppo aziendale, per cui si può ragionevolmente concludere che la società possa conservare per lungo tempo la posizione acquisita sul mercato*"; l'ammortamento effettuato nel 2005 ha ridotto l'importo iscritto a circa Euro 52,1 milioni.

Il Collegio Sindacale, nella sua relazione al bilancio al 31 dicembre 2005, conferma di “*aver espresso il consenso all’iscrizione di costi di impianto ed ampliamento e dell’avviamento per importi rispettivamente pari, al netto della quota di ammortamento dell’esercizio, ad euro 689.165 ed euro 52.138.012*”.

La società di revisione contabile PKF S.p.A., nella sua relazione di revisione sul bilancio al 31 dicembre 2005 ai sensi dell’art. 2409-ter c.c., afferma che “*in data 27 giugno 2005, la Capogruppo MAN Automotive Components S.p.A. con sede in Milano ha incorporato la società controllata Manuli Automotive S.p.A. [omissis]. A seguito di detta fusione [omissis], si è originato un disavanzo di fusione di Euro 57,9 milioni, interamente allocato ad avviamento e iscritto in bilancio al 31 dicembre 2005 per Euro 52,1 milioni. Il recupero di tale avviamento è legato al realizzo delle azioni formulate nel piano 2006-2012*”.

A dispetto del criterio cronologico finora adottato, si anticipa nel presente paragrafo che al 31 dicembre 2008, il residuo non ancora ammortizzato dell’avviamento è stato interamente svalutato per Euro 39,9 milioni; tale svalutazione, vista anche l’assenza di validi documenti giustificativi dei plusvalori, appare condivisibile.

Costituzione della Man Servizi S.r.l.

Nel mese di giugno 2005 è stata costituita la società Man Servizi s.r.l., con sede in Milano, Via Bianca Maria, n. 25.

Il capitale sociale di Euro 20.000 è stato interamente sottoscritto da Manuli Automotive S.p.A. Man Servizi s.r.l. è stata costituita per la gestione di alcune attività di servizi per l’intero Gruppo.

Acquisizione delle partecipazioni da Manuli Auto International S.A. (Lussemburgo).

In data 7 novembre 2005 il Consiglio di Amministrazione della Manuli Automotive S.p.A. ha deliberato di acquistare dalla società partecipata Manuli Auto International S.A. (Lussemburgo) le partecipazioni da questa detenute, ovvero:

- il 99,99% della Manuli Auto do Brasil Ltda;
- il 100% della Manuli Auto Holland NV;
- il 44% della Manuli Auto Polska Sp.zo.o;
- il 99,98% della Manuli Auto France S.A.

Nell’operazione di acquisto sono compresi anche i crediti ed i debiti infragruppo vantati da Manuli Auto International S.A. verso le altre società del Gruppo.

Con l'acquisizione, il controllo delle partecipazioni in Brasile, Olanda, Polonia e Francia passa da "indiretto" a "diretto".

Il prezzo massimo stabilito dal Consiglio di Amministrazione è pari a circa 35 milioni di Euro.

Il 17 novembre 2005 viene siglato l'atto di trasferimento della proprietà delle partecipazioni e dei crediti e debiti correlati.

I valori attribuiti complessivamente ai beni acquistati da Manuli Automotive S.p.A. sono i seguenti:

- Euro 24,5 milioni per le partecipazioni;
- Euro 11,6 milioni per i crediti infragruppo;
- Euro 1 milione per accollo debiti infragruppo.

È inoltre stabilito che il prezzo totale degli attivi, pari ad Euro 36,1 milioni sia pagato come segue:

- compensazione con i debiti infragruppo per Euro 1 milione;
- quanto al residuo, si prevede il pagamento in quattro rate, non oltre il 30 dicembre 2006.

In data 30 novembre 2005 viene sottoscritto un atto di accollo da parte di Manuli Automotive S.p.A. del finanziamento verso Banca Popolare di Verona e Novara S.c.a.r.l., contratto da Manuli Auto International S.A. per circa 15,5 milioni di Euro (a valere sulla Linea B del contratto di finanziamento complessivo di 100 milioni di Euro sottoscritto dalla stessa Banca con Man Automotive Components S.p.A.) al fine di far fronte all'impegno finanziario derivante dall'estinzione integrale, al momento dell'acquisizione del *Business Group Auto* avvenuta nell'agosto 2004, del finanziamento in essere nei confronti del venditore (Manuli Rubber Industries S.p.A.).

Gli effetti dell'accollo sono:

- il trasferimento in capo a Manuli Automotive S.p.A. (già Man Automotive Components S.p.A.) del debito bancario;
- l'iscrizione nel bilancio di Manuli Auto International S.A. di un credito verso Manuli Automotive S.p.A. pari a circa Euro 19,6 milioni (corrispondenti al prezzo di acquisto delle partecipazioni e dei crediti infragruppo, al netto dei debiti nonché dell'importo del finanziamento oggetto dell'accollo sopracitato).

In data 9 dicembre 2005 Manuli Auto International S.A. delibera il trasferimento della propria sede sociale dal Lussemburgo all'Italia.

In data 21 dicembre 2005 viene iscritta presso il Registro delle Imprese di Milano la Manuli Auto International S.p.A. (già Manuli Auto International S.A.), società di diritto italiano che, nel corso dell'esercizio successivo, modificherà la propria denominazione sociale in Maflow Finance S.p.A. In tale occasione viene redatta una situazione patrimoniale ed economica infrannuale.

Da tale situazione si desume che Manuli Auto International S.A. vanta, conformemente a quanto sopra descritto, un credito verso Manuli Automotive S.p.A. pari a 19,4 milioni di Euro; inoltre si evince che il valore di carico complessivo delle partecipazioni risulta essere circa Euro 12 milioni; la plusvalenza realizzata sulla vendita è pari a circa 12,5 milioni di Euro che, unitamente ad un'ulteriore plusvalenza realizzata da Manuli Auto International S.A. sulla vendita di Manuli Auto Iberica, contribuisce alla formazione del risultato economico dell'esercizio 2005 della partecipata lussemburghese (pari a circa Euro 13,6 milioni al 9 dicembre 2005).

Si anticipa nel presente paragrafo, a dispetto del criterio cronologico adottato finora, che in data 17 marzo 2006 l'Assemblea dei soci di Manuli Auto International S.p.A. ha deliberato la distribuzione del risultato di esercizio relativo all'anno 2005 (formatosi come descritto precedentemente) nonché di utili portati a nuovo ed afferenti ad esercizi precedenti, con un dividendo pari a circa 18,3 milioni di Euro, rilevato nel bilancio dell'esercizio 2005 della controllante Manuli Automotive S.p.A. come credito verso Manuli Auto International S.A. e, nel conto economico, come proventi da partecipazioni.

Si segnala infine che al 31 dicembre 2005 la partecipazione in Manuli Auto International S.p.A. è stata svalutata nel bilancio della controllante Manuli Automotive S.p.A. di circa Euro 35,2 milioni.

Costituzione della Manuli Auto North America Inc.

Nel mese di novembre 2005 è stata costituita la Manuli Auto North America Inc., società con sede in Detroit (USA), con un capitale sociale di USD 100.000, il cui controllo era al 100% della Manuli Automotive S.p.A.

Rifinanziamento del 23 dicembre 2005

In data 23 dicembre 2005 è stato stipulato un nuovo accordo di finanziamento con un *pool* di banche, alle seguenti condizioni:

Importo

- **Linea A:** l'ammontare disponibile è la differenza positiva tra l'importo massimo utilizzabile (non superiore ad Euro 70.000.000,00) e gli utilizzi di volta in volta effettuati dalla Parte Mutuataria;
- **Linea B:** l'ammontare disponibile è l'importo massimo utilizzabile non superiore ad Euro 5.000.000;
- **Linea C:** l'ammontare disponibile è l'importo massimo utilizzabile non superiore ad Euro 10.000.000;
- **Linea D:** l'ammontare disponibile è la differenza positiva tra l'importo massimo utilizzabile (non superiore ad Euro 20.000.000) e gli utilizzi di volta in volta effettuati dalla Parte Mutuataria.

Scadenze:

Linea A: 21 dicembre 2012;

Linea B: 23 dicembre 2010;

Linea C: 23 dicembre 2011;

Linea D: 21 dicembre 2012.

Investimenti ipotizzati nel periodo dell'accordo: investimenti consolidati previsti per ciascun esercizio sociale nel piano degli investimenti approvato dalla Società come di seguito descritto.

1. Euro 16.000.000 nel corso dell'esercizio sociale chiuso al 31 dicembre 2006;
2. Euro 20.000.000 nel corso dell'esercizio sociale chiuso al 31 dicembre 2007;
3. Euro 21.000.000 nel corso dell'esercizio sociale chiuso al 31 dicembre 2008;
4. Euro 13.000.000 nel corso dell'esercizio sociale chiuso al 31 dicembre 2009;
5. Euro 13.000.000 nel corso dell'esercizio sociale chiuso al 31 dicembre 2010;
6. Euro 13.000.000 nel corso dell'esercizio sociale chiuso al 31 dicembre 2011;
7. Euro 13.000.000 nel corso dell'esercizio sociale chiuso al 31 dicembre 2012.

Per un totale di Euro 109.000.000 al 31 dicembre 2012.

Margini applicati:

- **Linea A.** margine pari al 2,10% per anno in relazione al primo utilizzo e 1,75% per anno in relazione ai rimanenti utilizzi.

A partire dalla data di approvazione del Bilancio Consolidato relativo all'esercizio 2005; il Margine Linea A relativo al primo utilizzo potrà variare a seconda del rapporto "Posizione Finanziaria Netta (PFN) / EBITDA" ovvero:

- o Se "PFN/EBITDA" > 2,75 ,il margine sarà il 2,50%;
- o Se "PFN/EBITDA" < 2,25, il margine sarà il 1,75%;
- o Se "PFN/EBITDA" sarà compresa fra 2,25 e 2,75 , il margine sarà 2,10%.

Tale rapporto verrà calcolato semestralmente in relazione ai dodici mesi antecedenti e comunicato dalla Società all'Agente;

- **Linea B:** 3% per anno;
- **Linea C:** 3% per anno;
- **Linea D:** 2,75% per anno.

Periodi di disponibilità:

- **Linea A.** primo utilizzo, il periodo compreso tra il 12 gennaio 2006 (compreso) ed il 20 gennaio 2006 (compreso). Rimanenti utilizzi Linea A, il periodo compreso tra il 12 gennaio 2006 (compreso) ed il giorno di scadenza del sesto mese (compreso) successivo a tale data.
- **Linea B.** Il periodo compreso tra il 12 gennaio 2006 (compreso) ed il 20 gennaio 2006 (compreso).
- **Linea C.** Il periodo compreso tra il 12 gennaio 2006 (compreso) ed il giorno del terzo anniversario (compreso) di tale data.
- **Linea D.** Il periodo compreso tra il 12 gennaio 2006 (compreso) ed il giorno del quarto anniversario (compreso) di tale data.

Pegni su azioni / Pegni su partecipazioni:

1. Manuli Automotive S.p.A. (già Maflow S.p.A.);
2. Manuli Auto France S.A;
3. Manuli Auto Ibèrica S.L.;
4. Manuli Auto Polska Sp.zo.o.;

5. Nuove Partecipazioni;

Ripartizione per banca del Finanziamento totale di Euro 105.000.000:

- **Linea A**

○ Banca Popolare di Verona e Novara	Euro 13.333.333,00
○ Intesa	Euro 8.333.333,00
○ San Paolo IMI	Euro 11.666.667,00
○ Unicredit Banca per l'Impresa	Euro 6.666.667,00
○ Interbanca	Euro 11.666.667,00
○ Popolare di Novara	Euro 6.667.667,00
○ <u>Popolare di Vicenza</u>	<u>Euro 11.666.667,00</u>
Totale	Euro 70.000.000,00

- **Linea B**

○ Banca Popolare di Verona e Novara	Euro 952.381,00
○ Intesa	Euro 595.238,00
○ San Paolo IMI	Euro 833.333,00
○ Unicredit Banca per l'Impresa	Euro 476.190,00
○ Interbanca	Euro 833.333,00
○ Popolare di Novara	Euro 476.190,00
○ <u>Popolare di Vicenza</u>	<u>Euro 833.333,00</u>
Totale	Euro 5.000.000,00

- **Linea C**

○ Banca Popolare di Verona e Novara	Euro 1.904.762,00
○ Intesa	Euro 1.190.476,00
○ San Paolo IMI	Euro 1.666.667,00
○ Unicredit Banca per l'Impresa	Euro 952.381,00
○ Interbanca	Euro 1.666.667,00
○ Popolare di Novara	Euro 952.381,00
○ <u>Popolare di Vicenza</u>	<u>Euro 1.666.667,00</u>
Totale	Euro 10.000.000,00

- **Linea D**

o Banca Popolare di Verona e Novara	Euro 3.809.524,00
o Intesa	Euro 2.380.952,00
o San Paolo IMI	Euro 3.333.333,00
o Unicredit Banca per l'Impresa	Euro 1.904.762,00
o Interbanca	Euro 3.333.333,00
o Popolare di Novara	Euro 1.904.762,00
o <u>Popolare di Vicenza</u>	<u>Euro 3.333.333,00</u>
Totale	Euro 20.000.000,00

Rimborso finanziamento totale:

- **Linea A:** 7,14% dell'ammontare utilizzato su base semestrale a partire dal 23 giugno 2006; ultima rata al 21 dicembre 2012 per l'importo residuale dell'ammontare utilizzato;
- **Linee B, C e D:** in un'unica soluzione alla data di scadenza.

Le condizioni di finanziamento prevedono rimborsi anticipati, purché non eccedano il 95% dell'importo finanziato (entro 18 mesi dalla sottoscrizione del Finanziamento), siano pari o multipli di Euro 2.000.000 e venga data comunicazione con preavviso di almeno 20 giorni lavorativi bancari.

Obblighi assunti dalla Società

La Società, anche in relazione a ciascuna delle altre società del Gruppo (salvo che nel Contratto l'impegno sia espressamente limitato alla Società), si obbliga per tutto il periodo di validità del Contratto ed in ogni caso fino alla totale estinzione delle ragioni di credito vantate, sia pure a diverso titolo, nei confronti della Parta Mutuataria dalle Banche Finanziatrici in dipendenza del Finanziamento:

1. ad inviare all'Agente:
 - il bilancio annuale certificato della Società ed il bilancio annuale delle altre società del Gruppo (unitamente alle relative relazioni degli Organi Amministrativi e di Controllo) entro 30 giorni dalla relativa approvazione;

- il Bilancio Consolidato relativo a ciascun esercizio sociale (unitamente alle relative relazioni degli Organi Amministrativi e di Controllo) entro 30 giorni dalla relativa approvazione;
 - i rapporti contabili mensili consolidati del Gruppo entro 45 giorni dalla fine di ogni mese solare, precisandosi che la prima situazione dovrà essere predisposta con riferimento al 31 dicembre 2005;
 - la situazione previsionale economico patrimoniale, comprensiva del prospetto dei flussi di cassa (*budget*) del Gruppo, entro il 31 marzo di ciascun anno;
 - l'ordine del giorno delle Assemblee Straordinarie della Società (o analogo documento in relazione alle Società del Gruppo) entro il 15° giorno antecedente la data programmata per l'Assemblea (ovvero entro il 10° giorno antecedente la data programmata per l'eventuale Assemblea in forma totalitaria) ed il verbale delle Assemblee Straordinarie (o analogo documento, in relazione alle società del Gruppo) entro 15 giorni dalla data della riunione;
2. a notificare tempestivamente all'Agente ogni cambiamento o evento di carattere tecnico, amministrativo, giuridico e societario, ancorché notorio, che possa modificare in senso pregiudizievole la situazione economico-patrimoniale, produttiva e commerciale del Gruppo, in modo da pregiudicare la capacità della Parte Mutuataria (quale mutuataria e/o co-obbligata in solido) di far fronte alle obbligazioni assunte nel Contratto;
 3. a fornire tutte le informazioni (notizie, dati e documentazione) che potranno essere ragionevolmente, e in modo adeguatamente motivato, richieste di volta in volta dall'Agente in relazione al Gruppo per proprio conto o su domanda di una o più parti Finanziatrici, entro il 15° giorno dalla relativa richiesta, precisando che tale termine potrà essere prolungato (caso per caso) in relazione all'eventuale complessità della predisposizione delle informazioni richieste, con l'impegno dell'Agente e delle Finanziatrici a mantenere la riservatezza sulle informazioni acquisite;
 4. a consentire, previo preavviso scritto di almeno 5 Giorni Lavorativi Bancari, l'accesso ai libri ed ai registri contabili, ai locali ed ai beni di ciascuna società del Gruppo, nella misura che l'Agente possa ragionevolmente richiedere (ma senza che ciò possa essere di intralcio allo svolgimento della normale attività da parte della società interessata), anche, a titolo esemplificativo, al fine di ispezionare dette scritture contabili ed estrarne

eventuali copie, a spese della Società, fermo restando l'impegno dell'Agente e delle Finanziatrici a mantenere la riservatezza sulle informazioni acquisite;

5. a far sì che tutte le obbligazioni di pagamento per capitale, interessi, oneri ed accessori, derivanti da nuovi finanziamenti sotto qualsiasi forma tecnica, vengano postergate e subordinate rispetto alle obbligazioni di pagamento derivanti dal Contratto, a termini e condizioni ragionevolmente soddisfacenti per l'Agente, fatta eccezione per contratti di *leasing* e, senza pregiudizio di quanto previsto dal punto 8, lettera (E), dell'Allegato 8.1, per eventuali linee di credito valide sino a revoca;
6. a retrocedere alle Finanziatrici e per esse all'Agente, a titolo di rimborso anticipato (senza penalità o commissione alcuna per detto rimborso) del Finanziamento entro 15 Giorni Lavorativi Bancari dall'evento, rispettivamente:
 - il 100% delle somme di cui la Società dovesse legittimamente disporre in relazione ad offerta pubblica di sottoscrizione di azioni della Società o di offerta pubblica di vendita di azioni rappresentative del capitale sociale di qualsiasi società del Gruppo, che sia effettuata nel contesto della quotazione su di un mercato regolamentato (previa autorizzazione dell'Agente ai sensi delle disposizioni che seguono); senza pregiudizio per la disposizione che precede, le Finanziatrici valuteranno in buona fede l'eventuale richiesta di parziale deroga della presente disposizione, fermo restando che, in ogni caso, le somme percepite ai sensi di quanto precede saranno oggetto di rimborso anticipato obbligatorio per una percentuale non inferiore a quella del rapporto tra indebitamento esistente al momento dell'offerta pubblica ai sensi del presente Contratto e la sommatoria del patrimonio netto consolidato della Società e dei finanziamenti soci subordinati concessi alla Società;
 - il 100% delle somme eccedenti la Soglia Rilevante (come di seguito definita), di cui la Società dovesse legittimamente disporre (al netto di eventuali oneri fiscali) in relazione alla vendita, al trasferimento o, generalmente, ad atti di disposizione di alcuna parte dei beni di ciascuna delle società del Gruppo (rientranti nelle immobilizzazioni materiali, immateriali o finanziarie ovvero nei crediti rientranti nell'attivo circolante), sia mediante un'unica transazione che mediante più transazioni, collegate o meno fra di loro, per un valore complessivo superiore ad Euro 5 milioni (la "Soglia Rilevante"), fatta eccezione per il caso in cui tali somme siano utilizzate entro 6 mesi dalla relativa percezione per

- l'acquisto di beni strumentali all'esercizio d'impresa e fermo restando che, pendente tale termine, tali somme dovranno essere depositate su un Conto Vincolato;
- il 100% delle somme di cui la Società dovesse legittimamente disporre a seguito di distribuzione di dividendi/utili e/o riserve da parte di qualunque società del Gruppo derivante da indebitamento finanziario allo scopo assunto;
 - il 50% dell'*Excess Cash Flow*, restando inteso che gli importi oggetto di rimborso anticipato (A) saranno imputati pro-quota su ciascuna delle rate, a valere sull'importo Capitale Dovuto della Linea A, per l'eventuale eccedenza, sull'importo Capitale Dovuto della Linea B, per l'ulteriore eventuale eccedenza, sull'importo Capitale Dovuto della Linea C e per l'ulteriore eventuale eccedenza sull'Importo Capitale Dovuto della Linea D e (B) nel Periodo Rilevante non potranno eccedere la Soglia di Riferimento, precisandosi che la Società dovrà rimborsare l'eventuale eccedenza rispetto alla Soglia di Riferimento il primo Giorno Lavorativo Bancario successivo alla scadenza del Periodo Rilevante. Le somme oggetto di rimborso anticipato obbligatorio non potranno in alcun modo essere riutilizzate dalla Parte Mutuataria;
7. limitatamente alla Società, a non pagare alcun dividendo e a non effettuare altre forme di distribuzione o qualsiasi altro pagamento ai suoi azionisti di qualsiasi categoria;
 8. a mantenere, per tutto il periodo di vigenza del presente Contratto, un patrimonio netto su base consolidata non inferiore a Euro 43.000.000,00 ⁽⁴⁾;
 9. a far sì che Reflexes S.A. mantenga nella Società, per tutto il periodo di vigenza del presente Contratto, una partecipazione non inferiore al 51% del capitale sociale della stessa o alla maggiore percentuale di capitale necessaria per adottare le delibere assembleari ordinarie e/o straordinarie, nel caso in cui lo statuto della Società preveda maggioranze qualificate, senza pregiudizio per il Pegno sulle Azioni Società che dovrà, in ogni caso, per tutto il periodo di vigenza del presente Contratto, avere ad oggetto le Azioni Società;
 10. a far sì che gli *Sponsors* mantengano in Reflexes S.A., per tutto il periodo di vigenza del Contratto, una partecipazione non inferiore al 51% del capitale sociale della stessa o alla maggiore percentuale di capitale necessaria per adottare le delibere assembleari ordinarie e/o straordinarie nel caso in cui lo statuto di Reflexes S.A. preveda maggioranze qualificate;

⁽⁴⁾ Condizione rispettata fino al Bilancio Consolidato al 31 dicembre 2007 approvato e certificato.

11. a mantenere, per tutto il periodo di vigenza del presente Contratto, nelle Società Controllate Estere una partecipazione non inferiore al 51% del capitale sociale delle stesse o alla maggiore percentuale di capitale necessaria per adottare le delibere assembleari ordinarie e/o straordinarie nel caso in cui il rispettivo statuto preveda maggioranze qualificate, senza pregiudizio per il Pegno sulla Partecipazione in Manuli Auto France, il Pegno sulla Partecipazione in Manuli Auto Iberica ed il Pegno sulla Partecipazione in Manuli Auto Polska che dovranno, in ogni caso, per tutto il periodo di vigenza del Contratto, avere ad oggetto una partecipazione al capitale sociale percentualmente non inferiore a quella originariamente costituita in garanzia. In relazione alle società acquisite o costituite anche nel contesto degli Investimenti Ipotizzati, la Società potrà cedere in tutto o in parte le partecipazioni (di controllo ovvero di minoranza), senza pregiudizio per i Pegni sulle nuove Partecipazioni ed a condizione che il cessionario, contestualmente alla cessione, sottoscriva un impegno affinché il pegno costituito ai sensi del Contratto sulla partecipazione da esso acquisita continui, per tutto il periodo di vigenza del Contratto, ad avere ad oggetto una partecipazione al capitale sociale percentualmente non inferiore a quella originariamente costituita in garanzia. In caso di trasferimenti di partecipazioni, le Finanziatrici acconsentono sin d'ora a rilasciare i pegni sulle nuove Partecipazioni (eventualmente costituiti come previsto dal Contratto), restando inteso che, nel caso di cessione di partecipazione di controllo (o che comportino la perdita del controllo), il rilascio del Pegno sulla Nuova Partecipazione sarà condizionato alla circostanza che al momento della cessione, gli eventuali utilizzi del Finanziamento Totale e gli eventuali finanziamenti soci facenti capo alla controllata oggetto di cessione siano stati integralmente rimborsati;
12. a far sì che Reflexes S.A., per tutto il periodo di vigenza del presente Contratto, non deliberi alcuna distribuzione di dividendi, utili o riserve della Società;
13. a fornire prontamente all'Agente copia di tutta la documentazione relativa a qualunque finanziamento (sotto qualsiasi forma tecnica) posto in essere tra le società del Gruppo;
14. a far sì che le società del Gruppo (diverse dalla Società), compatibilmente con le disponibilità di cassa esistenti, distribuiscano utili, dividendi o riserve tale da consentire alla Parte Mutuataria di adempiere regolarmente alle obbligazioni di pagamento (per capitale, interessi, oneri ed accessori) derivanti dal Finanziamento Totale in scadenza nel

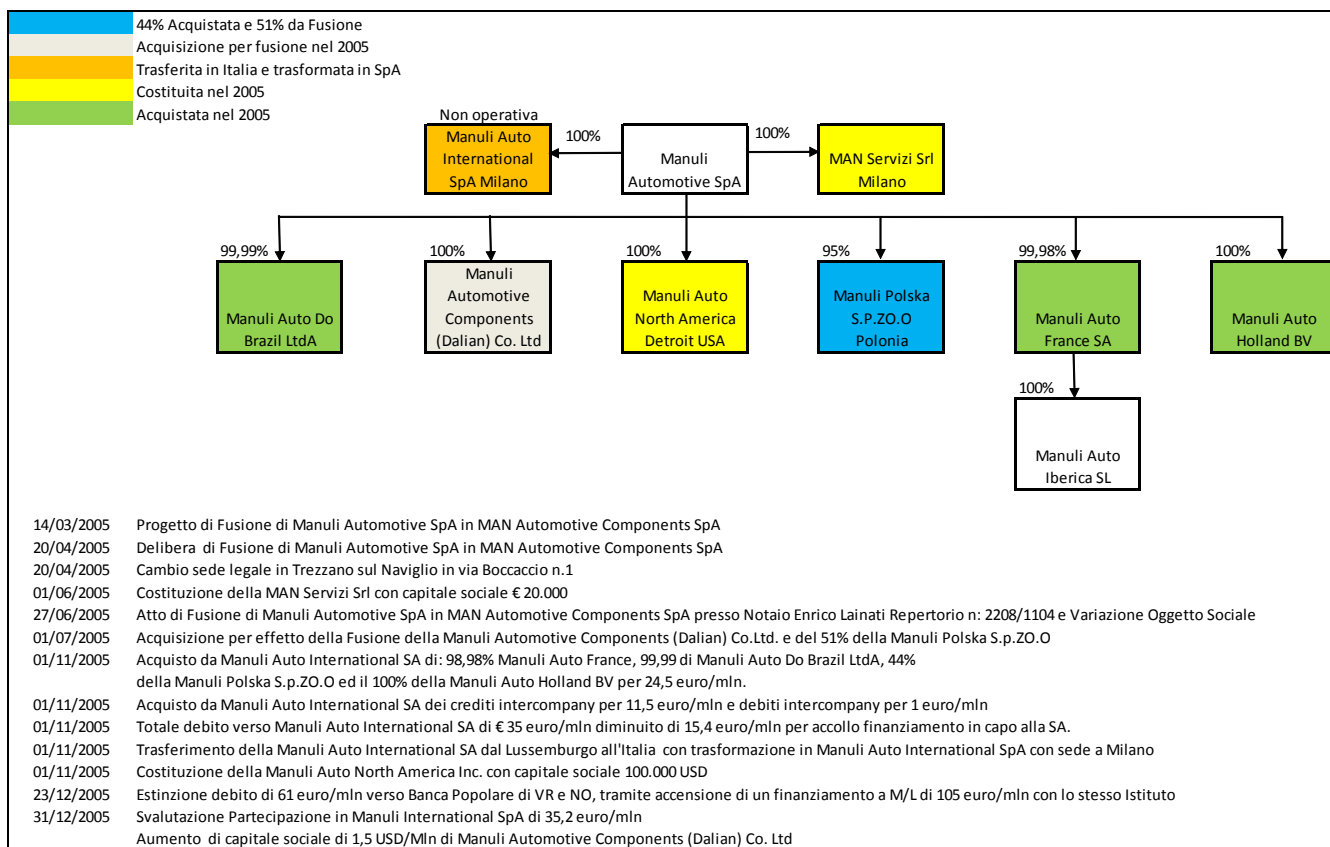
semestre successivo all'approvazione del bilancio da cui emerge l'utile o la riserva distribuibile;

15. a rispettare i requisiti finanziari indicati nell'Allegato 8.1(o) Sezione A al Contratto. Con riferimento al rispetto di detti requisiti, la Società, per tutto il periodo di vigenza del presente Contratto, si obbliga a trasmettere all'Agente una dichiarazione di rispetto degli stessi (unitamente ad un prospetto riepilogativo dei relativi calcoli), sottoscritta dal legale rappresentante entro il 30 aprile di ciascun anno (relativa al periodo di dodici mesi intercorrente dall'1 gennaio al 31 dicembre dell'anno precedente) ed entro il 31 ottobre di ciascun anno (relativo al periodo di dodici mesi intercorrente dal 1° luglio dell'anno precedente al 30 giugno dell'anno medesimo). La sola dichiarazione da presentarsi entro il 30 aprile di ciascun anno dovrà essere, altresì, controfirmata dal Presidente del Collegio Sindacale;
16. a non deliberare e a far sì che nessuna società del Gruppo deliberi la costituzione di patrimoni destinati ad uno specifico affare ai sensi degli Articoli 2447 bis e seguenti del Codice Civile;
17. a rispettare ed osservare in proprio nonché a procurare, da parte delle altre società del Gruppo, il rispetto e l'osservanza delle disposizioni precedenti.

Aumento di capitale sociale di 1,5 USD/Mln di Manuli Automotive Components (Dalian) Co. Ltd.

Nel corso dell'esercizio Maflow S.p.A. (già Manuli Automotive S.p.A.) ha sottoscritto un aumento di capitale della controllata Manuli Automotive Components (Dalian) Co. Ltd. (Repubblica Popolare Cinese) pari a circa USD 1,5 milioni e ne ha versato circa USD 1,1; al termine del 2005 il valore della partecipazione iscritto in bilancio è pari a Euro 1,6 milioni.

Il Gruppo alla fine del 2005 era così strutturato:



Dai dati rilevati dal bilancio al 31 dicembre 2005, i valori relativi alle partecipazioni iscritte ed il confronto con le rispettive quote di patrimonio netto della controllata risultano come segue:

Valori espressi in migliaia di Euro

Imprese Controllate	Capitale Sociale	Patrimonio Netto	di cui risultato d'esercizio	Valore di bilancio (A)	Quota parte patr. Netto (B)	Delta (A-B)	Note
Man Servizi S.r.l.	20	92	72	20	92	(72)	
Manuli Auto North America Inc	85	85	0	86	85	1	
Manuli Auto France SA	491	8.085	7.004	394	8.083	(7.689)	
Manuli Auto International s.p.A.	1.000	1.112	(3)	1.112	1.112	0	(1) (2)
Manuli Auto Holland NV	214	(371)	120	213	(371)	584	(3)
Manuli Auto Polska Sp.zo.o	17.619	42.188	17.297	25.401	40.079	(14.678)	
Manuli Auto do Brasil Ltda	10.459	5.758	(368)	7.473	5.757	1.716	(3)
Manuli Automotive Component (Dalian) Co Ltd	1.375	914	(199)	1.641	914	727	(3) (4)

Dal bilancio dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2005, si evincono le motivazioni fornite dagli amministratori a supporto dei maggiori valori iscritti come partecipazione rispetto alle rispettive quote di pertinenza del patrimonio netto delle controllate.

- (1) Il patrimonio netto è esposto già rettificato in diminuzione del dividendo distribuito nel mese di marzo 2006 in seguito a delibera dell'assemblea degli azionisti avvenuta in data 17 marzo 2006 (*pari a 18.300 migliaia di euro*)
 - (2) (*Il valore di bilancio è al netto della*) svalutazione (*per 35.197 migliaia di euro della*) partecipata Manuli Auto International S.p.A., effettuata in misura tale da adeguare il valore in bilancio al patrimonio netto contabile della società una volta che sarà distribuito il dividendo già deliberato dall'assemblea della controllata; (*la svalutazione*) è motivata dal verificarsi di una perdita di valore ritenuta “durevole”, a causa della sostanziale non operatività della stessa società.
 - (3) Le differenze sono ritenute non rappresentative di perdite di valore durevole, tenuto conto dei piani previsionali di sviluppo delle singole società.
 - (4) *La differenza è motivata dalla “fase di start up della società”.*
- (*In corsivo il testo non derivante dalla nota integrativa al bilancio.*)

2.3.3. Avvenimenti anno 2006.

Aumento del capitale sociale della Maflow do Brasil Ltda.

Nel corso del mese di gennaio 2006 la Società ha sottoscritto un aumento di capitale sociale della controllata brasiliana per un importo pari a 350.000 Euro.

Costituzione della Maflow Mexico SA del CV

In data 20 febbraio 2006 è stata costituita la società controllata al 100% Manuflow Mexico S.A. de C.V. con sede a Silao, Messico e capitale sociale di MXN 90.000.

Nel corso dell'esercizio la controllata ha cambiato la sua denominazione in Maflow Mexico S.A. de CV e, nel mese di giugno 2006, è stato deliberato un aumento del capitale sociale di MXN 10.000.000 pari a circa Euro 700 migliaia, di cui Euro 464 migliaia versati nell'esercizio.

Variatione denominazione sociale

In data 8 giugno 2006, con atto del Notaio Enrico Lainati Repertorio n 9018/4203, la Società ha modificato la propria denominazione da Manuli Automotive S.p.A. nell'attuale denominazione Maflow S.p.A., modificando di conseguenza lo Statuto.

Cambiamento della proprietà aziendale

In data 30 giugno 2006 l'intera proprietà di Maflow S.p.A. viene trasferita da Reflexes Finance S.A. alla società Maflow S.A. Spolka Akcyjna, *holding* finanziaria di diritto polacco, con sede a Tychy (Polonia) ed iscritta nel National Court Register al n.KRS 0000257117.

Aumento del capitale sociale della Maflow Components (Dalian) Co. Ltd.

Maflow S.p.A. ha completato il versamento dell'aumento di capitale della Maflow Components (Dalian) Co. Ltd.(Cina), deliberato nel 2005 e già parzialmente versato, con ulteriori di USD 400 migliaia, pari a circa Euro 333 migliaia.

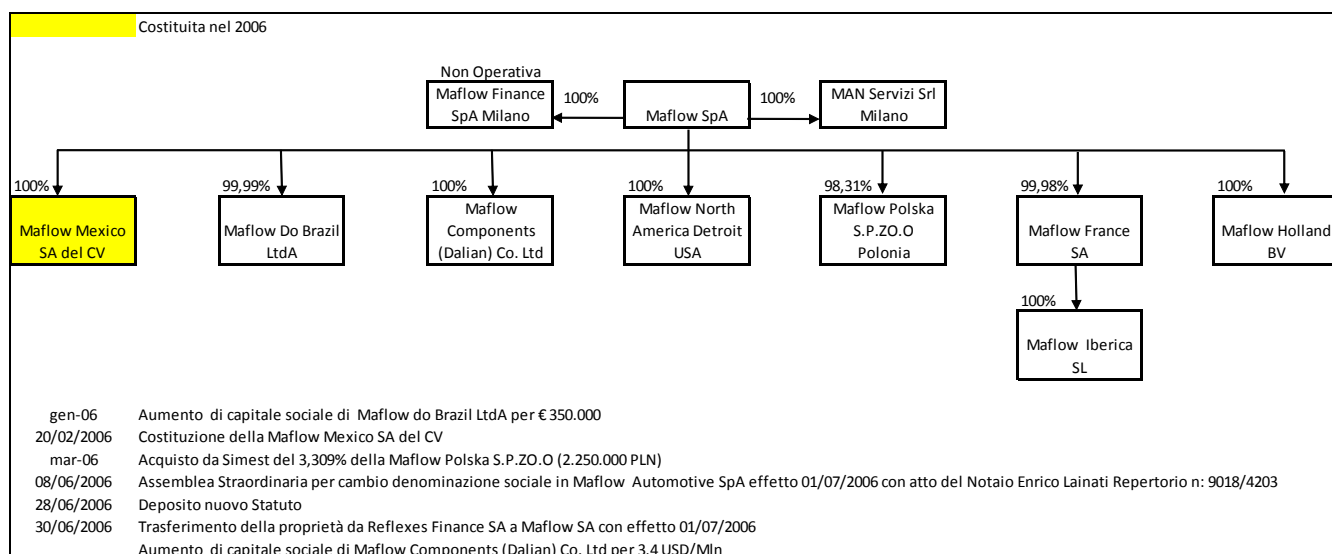
Sempre nel 2006 Maflow Components (Dalian) Co. Ltd. ha deliberato un ulteriore aumento di capitale per altri USD 3.400 migliaia; Maflow S.p.A. ha partecipato all'aumento del capitale sociale ed ha versato nell'anno in corso USD 1.780 migliaia (circa Euro 1.381 migliaia). Al termine dell'anno la partecipazione risulta iscritta a bilancio per circa Euro 4.316 migliaia.

Acquisto della partecipazione in Maflow Polska Sp.zo.o. da SIMEST

Nel mese di marzo 2006 è stato formalizzato l'acquisto della prima *tranche* di partecipazione della Maflow Polska Sp.zo.o., precedentemente acquisita dalla Simest nel dicembre 2001, pari al 3,309%.

Per una trattazione più approfondita dell'operazione si rimanda al successivo capitolo.

Il Gruppo Maflow alla fine del 2006 era così strutturato:



Dai dati rilevati dal bilancio al 31 dicembre 2006, i valori relativi alle partecipazioni iscritte ed il confronto con le rispettive quote di patrimonio netto della controllata risultano come segue:

Valori espressi in migliaia di Euro

Imprese Controllate	Capitale Sociale	Valori secondo Principi locali dei Paesi di residenza delle partecipate		Valore di bilancio (A)	Quota parte patr. Netto (B)	Delta (A-B)	Note			
		Patrimonio Netto	di cui risultato d'esercizio							
Man Servizi S.r.l.	20	190	98	20	190	(170)				
Maflow North America Inc	76	(248)	(339)	86	(248)	334		(3)	(4)	
Maflow France SA	491	(3.082)	(10.013)	397	(3.081)	3.478		(3)	(5)	
Maflow Finance S.p.A.	1.000	1.095	(20)	1.112	1.095	17		(3)		
Maflow Holland NV	213	(467)	(102)	213	(467)	680		(3)		
Maflow Polska Sp.zo.o	17.750	42.179	16.980	26.086	41.466	(15.380)	(1)			
Maflow do Brasil Ltda	10.531	4.495	(1.582)	7.823	4.495	3.328		(3)		
Maflow Component (Dalian) Co Ltd	4.183	2.686	(1.099)	4.316	2.686	1.630	(2)	(3)		
Maflow Mexico S.A. del C.V.	706	639	(63)	690	639	51		(3)		

Dal bilancio dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2006, si evincono le motivazioni fornite dagli amministratori a supporto dei maggiori valori iscritti come partecipazione rispetto alle rispettive quote di pertinenza del patrimonio netto delle controllate.

(1) Il patrimonio netto è esposto già rettificato in diminuzione del dividendo che sarà distribuito nel 2007 in seguito a delibera del consiglio di amministrazione della controllata

e che è già stato recepito per competenza.

- (2) Gli importi relativi al capitale sociale e al patrimonio netto sono esposti rettificati in aumento per la quota di capitale sociale deliberato e non ancora versato al 31 dicembre 2006.
- (3) Le differenze sono ritenute non rappresentative di perdite di valore durevole, tenuto conto dei piani previsionali di sviluppo delle singole società.
- (4) *La differenza è motivata dalla “fase di start up della società”.*
- (5) Il risultato negativo dell’esercizio è principalmente dovuto ad un piano di ristrutturazione in corso, il cui costo è stato interamente accantonato nel 2006 e i cui benefici sono attesi per i prossimi esercizi. Segnaliamo inoltre che, tramite la controllata Maflow France S.A., la società controlla al 99,98% la Maflow Iberica S.L. con sede in Guarnizo (Spagna), la quale al 31 dicembre 2006 presentava un patrimonio netto di 6.797 migliaia di euro e un risultato positivo di esercizio di 1.386 migliaia di euro. Tale partecipazione risulta iscritta nel bilancio di Maflow France S.A. per un valore di 3.273 migliaia di euro. *(maggiore valore latente sul patrimonio netto di Maflow Iberica S.L. pari a 3.524 migliaia di euro)*

(In corsivo il testo non derivante dalla nota integrativa al bilancio.)

2.3.4. Avvenimenti anno 2007.

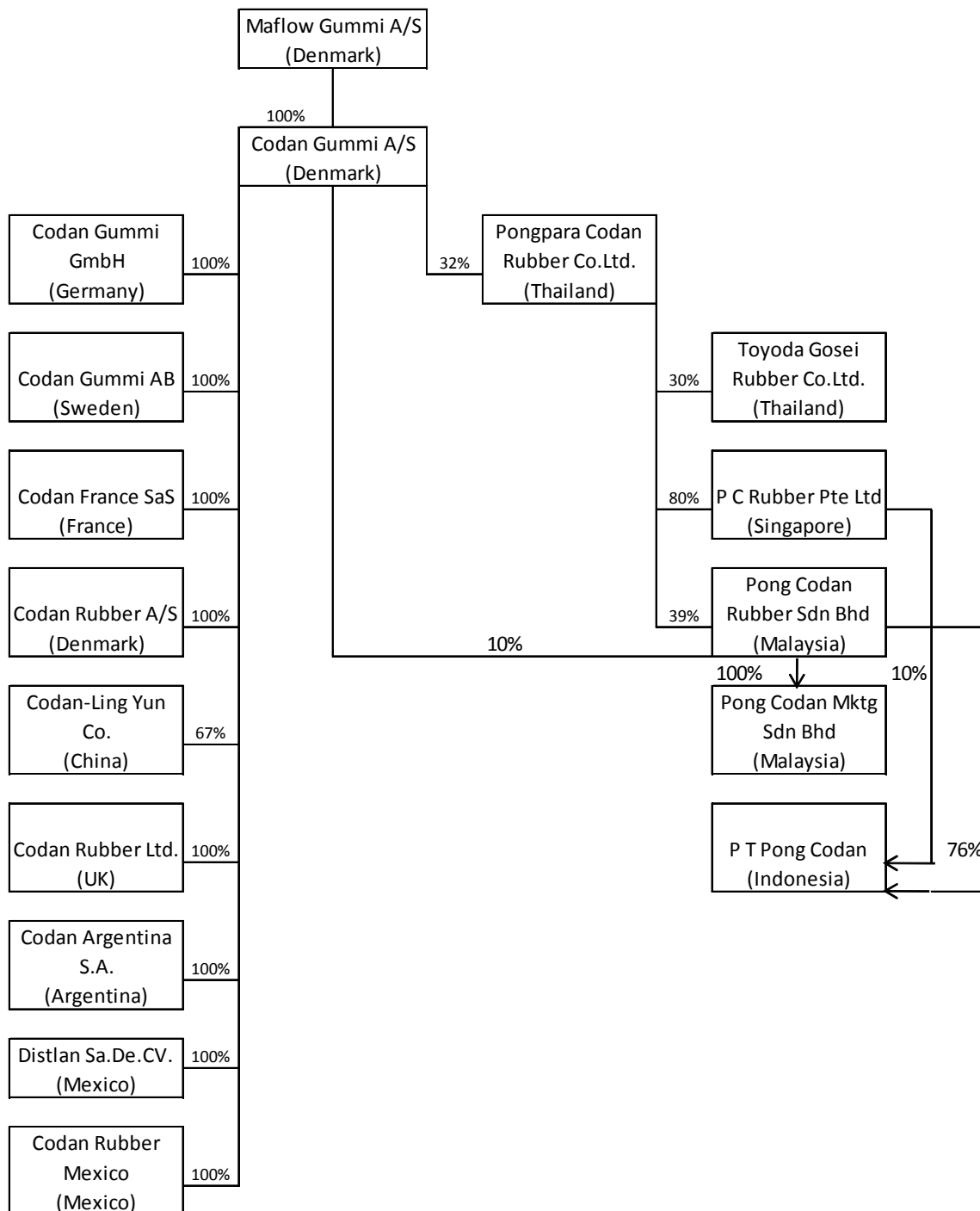
Costituzione della Maflow Gummi A/S e acquisto del Gruppo Codan

Nel febbraio 2007 è stata acquisita a prezzo simbolico e capitalizzata la Maflow Gummi A/S, *sub-holding* di diritto danese.

Successivamente, per il tramite della Maflow Gummi A/S è stata acquistata la partecipazione della società Codan Gummi A/S e, attraverso questa, si è conseguito il controllo del Gruppo Codan, presente in Europa e nel Sud-est asiatico.

Il valore della partecipazione iscritto a bilancio al 31 dicembre 2007 è pari a circa Euro 9.640 migliaia ed è stato finanziato mediante ulteriore utilizzo delle linee di finanziamento in *pool* a medio/lungo termine.

Il Gruppo Codan è costituito dal seguente insieme di società:



Completamento dell'aumento del capitale sociale della Maflow Mexico S.A. de CV

Nel primo trimestre 2007 sono stati effettuati ulteriori versamenti per complessivi USD 1.020 migliaia alla controllata Maflow Mexico S.A. de CV, a completamento dell'aumento di capitale

deliberato nel 2006 (per circa Euro 236 migliaia, pari alla differenza tra l'aumento deliberato e la parte già versata nel 2006) e in acconto per futuro aumento di capitale.

Completamento dell'aumento del capitale sociale della Maflow Components (Dalian) Co. Ltd

Nel corso del mese di febbraio 2007 la Maflow S.p.A. ha provveduto ad versare il residuo importo di circa Euro 1.198 migliaia a completamento dell'aumento di capitale sociale della controllata Maflow Components (Dalian) Co. Ltd, deliberato nel 2006.

Acquisto della partecipazione in Maflow Polska Sp.zo.o. da SIMEST

Nel periodo marzo-aprile 2007, Maflow S.p.A. ha proceduto ad acquistare dalla Simest la quota residua del capitale sociale (pari al 1,69%) della controllata Maflow Polska sp.zo.o. (Polonia). Con questa operazione Maflow S.p.A. ha acquisito la totalità delle quote della controllata polacca.

Per una trattazione più approfondita dell'operazione si rimanda al successivo capitolo.

Costituzione della Maflow Korea Ltd

Nel mese di maggio 2007 è stata costituita la Maflow Korea Ltd, con sede in Mannyun-dong, Shegu (Korea), al cui capitale sociale partecipa interamente Maflow S.p.A. con il versamento di circa Euro 36 migliaia.

Conferimento del ramo d'azienda "Headquarter" a Man Servizi S.r.l.

Il Consiglio di Amministrazione di Maflow S.p.A. del 21 novembre 2007 ha deliberato la riorganizzazione della funzione di *Headquarter*. Viene deciso di conferire alla società MAN Servizi S.r.l., facente parte del gruppo Maflow in quanto partecipata interamente da Maflow S.p.A., il ramo d'azienda dei servizi "*corporate*" che comprende alcune attrezzature, il personale dipendente dedicato e le partite creditorie e debitorie connesse.

Nelle intenzioni del Consiglio di Amministrazione vi era la possibilità di permettere a Man Servizi S.r.l. di svolgere servizi comuni alle altre società del Gruppo.

A seguito di tale decisione l'Assemblea della Man Servizi S.r.l. del 20 dicembre 2007 ha deliberato di aumentare il proprio capitale sociale portandolo da Euro 20.000 a Euro 100.000; l'aumento è stato versato dal socio Maflow S.p.A. tramite conferimento del ramo d'azienda "*Headquarter*", valutato in Euro 80.000 con apposita perizia *ex art. 2465 c.c. (All. 3)*

Il conferimento ha prodotto effetti dal 1° gennaio 2008 e, a seguito di tale descritta operazione, l'attività di MAN Servizi S.r.l., che già prestava servizi di direzione con attività di consulenza tecnica e di gestione di servizi a favore della controllante Maflow S.p.A. e di alcune società estere del Gruppo, si è incrementata in misura rilevante, in quanto sono state concentrate su di essa tutte le aree funzionali (precedentemente allocate nella controllante capogruppo Maflow S.p.A.) destinate a svolgere servizi comuni al Gruppo, quali R&D, Risorse umane, Acquisti, Finanza e Controllo, Legale, Logistica, IT, ed altre.

È stato quindi ridefinito, per adeguarlo alle nuove funzioni e compiti, l'accordo di "*management service*" precedentemente già sottoscritto con alcune società del gruppo, prevedendo una ripartizione dei costi di gruppo (maggiorato di uno *spread*) sulla base del valore aggiunto delle singole società che beneficiano dei servizi di *headquarter*.

Nello specifico, al fine di agevolare nella lettura delle dinamiche economiche derivanti dagli accordi di "*management service*", si riportano i ricavi per "*management fees*" della MAN Servizi S.r.l. (di conseguenza, costi per servizi per le società del Gruppo) registrati nell'esercizio 2008, desunti dal bilancio separato ufficiale approvato di MAN Servizi S.r.l.:

- Maflow S.p.A.: Euro 5.100 mila;
- Maflow France S.A.: Euro 1.550 mila;
- Maflow Polska Sp.zo.o.: Euro 8.075 mila;
- Maflow Iberica: Euro 678 mila.

Infine, è opportuno segnalare che è stato definito un accordo tra la controllante capogruppo Maflow S.p.A. e la controllata MAN Servizi S.r.l., per la prestazione di servizi specifici ad alcuni progetti di ricerca (B-Cool, SMA e LOW *Emission*), specificamente addebitati a Maflow S.p.A. per un importo pari a Euro 995 mila nell'esercizio 2008.

Relativamente ai suddetti rapporti *intercompany* di "*management service*", dalla nota integrativa e dalla relazione sulla gestione della controllata MAN Servizi S.r.l. si evince che le operazioni commerciali concluse nel corso dell'esercizio con le società facenti parte del gruppo sono avvenute a condizioni sostanzialmente in linea con quelle di mercato, tenuto conto delle "*guidelines*" OCSE in materia di *transfer pricing*.

Vendita dell'immobile ad uso industriale di Trezzano sul Naviglio

In data 10 dicembre 2007 Maflow S.p.A ha venduto lo stabilimento di Trezzano sul Naviglio (MI), sito in via Boccaccio n.1, alla LOCAT S.p.A di Bologna (appartenente al Gruppo Bancario Unicredito Italiano), per un importo pari ad Euro 9 milioni.

Tale operazione ha generato una plusvalenza di Euro 5,866 milioni, in parte utilizzata per chiudere anticipatamente una parte del debito verso Banca Popolare di Verona e Novara per un importo di 4,500 euro migliaia, in conformità agli obblighi contrattuali.

Dal contratto di compravendita, registrato a Roma presso il notaio Gazzanti Pugliese rep. n. 56223 / racc. n. 32212, si evince che la LOCAT S.p.A. acquista l'immobile in oggetto per poi concederlo in *leasing* finanziario a Virum S.r.l. a condizioni non esplicitate nel contratto, poiché concordate fra le parti.

Nella stessa data, Virum S.r.l. stipula un contratto di locazione con Maflow S.p.A. della durata di 6 anni più 6 anni, con il divieto di recesso (se non per "gravi motivi") nei primi sei anni e preavviso di 12 mesi nei successivi sei anni.

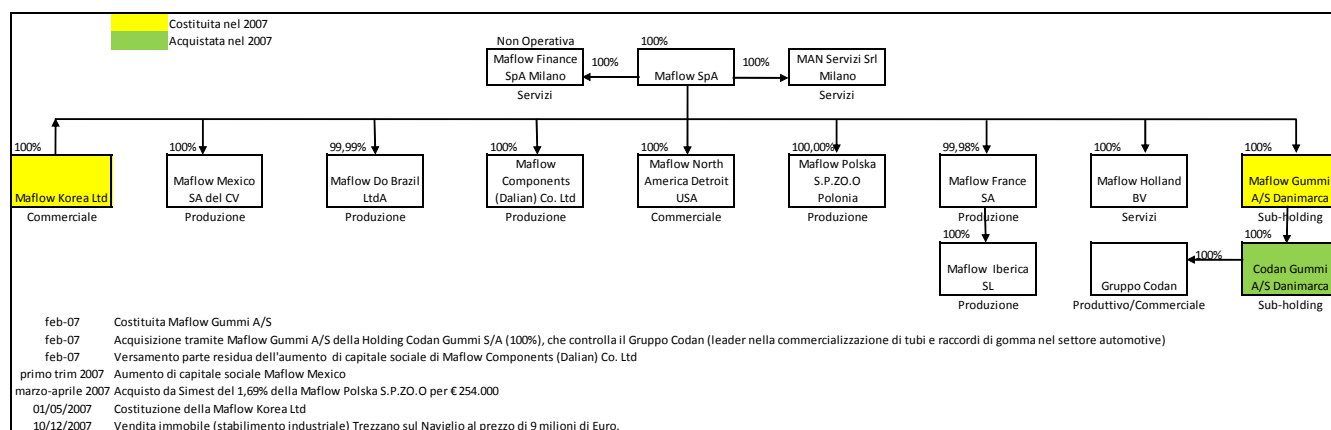
Il canone di locazione previsto è pari a Euro 795 migliaia più IVA, con canoni semestrali da Euro 397,5 migliaia più IVA a partire dal 1° gennaio 2008.

Per il periodo che va dalla sottoscrizione fino al 31/12/2007 è previsto un canone di Euro 48 migliaia.

Se consideriamo la durata del contratto (12 anni), l'ammontare complessivo dei canoni alla fine sarà pari ad Euro 9,54 milioni esclusa IVA più l'adeguamento annuale ISTAT.

----- (*)

Il Gruppo alla fine del 2007 era così strutturato:



Dai dati rilevati dal bilancio al 31 dicembre 2007, i valori relativi alle partecipazioni iscritte ed il confronto con le rispettive quote di patrimonio netto della controllata risultano come segue:

Valori espressi in migliaia di Euro

Imprese Controllate	Capitale Sociale	Valori secondo IFRS		Valore di bilancio (A)	Quota parte patr. Netto (B)	Delta (A-B)	Note													
		Patrimonio Netto	di cui risultato d'esercizio				(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)					
Man Servizi S.r.l.	20	337	149	20	337	(317)														
Maflow North America Inc	68	(15)	45	86	(15)	101	(1)	(2)												
Maflow France SA	491	(6.352)	(4.862)	397	(6.351)	6.748	(1)					(5)								
Maflow Finance S.p.A.	1.000	1.077	(17)	1.112	1.077	35	(1)													(9)
Maflow Holland NV	213	(282)	117	213	(282)	495	(1)													(8)
Maflow Polska Sp.zo.o	18.923	46.687	1.756	26.339	46.687	(20.348)														
Maflow do Brasil Ltda	11.348	2.373	(1.508)	7.823	2.373	5.450	(1)					(6)								
Maflow Component (Dalian) Co Ltd	3.979	1.479	(965)	4.316	1.479	2.837	(1)	(2)	(3)											
Maflow Mexico S.A. del C.V.	628	(1.601)	(2.314)	690	(1.601)	2.291	(1)	(2)		(4)										
Maflow Gummi As	67	9.070	3	9.640	9.070	570	(1)												(7)	
Maflow Korea Ltd	36	1	(38)	41	1	40	(1)	(2)												

Dal bilancio dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2007, si evincono le motivazioni fornite dagli Amministratori a supporto dei maggiori valori iscritti come partecipazione rispetto alle rispettive quote di pertinenza del patrimonio netto delle controllate.

- (1) Le differenze sono ritenute non rappresentative di perdite di valore durevole, tenuto conto dei piani previsionali di sviluppo delle singole società.
- (2) *La differenza è motivata dalla "fase di start up della società".*
- (3) Il completamento della fase di *start-up* è previsto nell'anno 2009, anno dal quale la società si prevede inizierà a generare utili e flussi di cassa positivi.
- (4) Il completamento della fase di *start-up* è previsto nell'anno 2010, anno dal quale la società si prevede inizierà a generare utili e flussi di cassa positivi.
- (5) Il risultato negativo dell'esercizio è principalmente dovuto ad un piano di ristrutturazione in fase di avanzato completamento, i cui benefici sono attesi per i prossimi esercizi.

Segnaliamo che Maflow France S.A. detiene attività il cui valore corrente è ritenuto superiore al valore di iscrizione nel bilancio al 31 dicembre 2007. In particolare la società controlla al 99,98% la Maflow Iberica S.L. con sede in Guarnizo (Spagna), la quale al 31 dicembre 2007 presentava un patrimonio netto di 7.007 di migliaia di euro e un risultato positivo di esercizio di 210 migliaia di euro. Tale partecipazione risulta iscritta nel bilancio di Maflow France S.A. per un valore di Euro 3.273 migliaia (*maggior valore latente sul patrimonio netto di Maflow Iberica S.L. pari a 3.734 migliaia di euro*).

Inoltre la società è proprietaria (*mediante un contratto di lease-back*) di un immobile, il cui

valore corrente stimato da recente perizia risulta essere superiore al valore residuo contabile per circa Euro 5 milioni.

- (6) Ristrutturazione e riorganizzazione che è stata condotta nel corso del 2007 [omissis] ritorno agli utili entro l'esercizio 2009.
- (7) Il differenziale tra il patrimonio netto e il valore di carico è riferibile ad oneri sostenuti da Maflow S.p.A. per l'acquisizione del gruppo Codan imputati al valore di carico della partecipazione. La valutazione delle attività del gruppo Codan acquisite nel 2007 [omissis] è stata significativamente superiore al valore di carico di Maflow Gummi A/S.
- (8)è previsto che consegua utili nei prossimi esercizi.
- (9)sostanzialmente non operativa

(In corsivo il testo non derivante dalla nota integrativa al bilancio)

2.3.5. Avvenimenti anno 2008.

Stipula contratto di sublocazione spazi e servizi a Man Servizi S.r.l.

Il 24 gennaio 2008 la Società ha stipulato, in qualità di “concedente”, un contratto di locazione a Man Servizi S.r.l. (quale “conduttrice”) con il quale Maflow S.p.A. concede l'uso degli uffici e delle attrezzature a Man Servizi S.r.l. per permettere al personale trasferito in capo a Man Servizi S.r.l., in virtù del conferimento di ramo d'azienda di fine 2007, di svolgere le proprie funzioni di “*corporate*” a beneficio del gruppo.

Il contratto ha durata 6 anni a partire dal 1° gennaio 2008, rinnovabile per altri 6 anni. Il canone pattuito ammonta a Euro 962 migliaia, di cui Euro 124 migliaia per la sublocazione degli spazi e Euro 838 migliaia per i servizi aggiuntivi (guardiania, custodia, pulizie, magazzino, uso dei materiali di consumo, delle auto aziendali, dei mobili, arredi, linee telefoniche e attrezzature per l'attività di ricerca e sviluppo).

----- (*)

Sottoscrizione capitale in Maflow Components (Dalian) Co. Ltd e successiva cessione parziale

Nel corso del 2008 è stato versato un importo di circa Euro 1.219 migliaia a titolo di aumento capitale sociale della controllata.

Successivamente, nel mese di novembre, Maflow S.p.A. ha ceduto alla controllata Codan Gummi A/S il 49% della partecipazione nella Maflow Components (Dalian) Co. Ltd per circa Euro 2.838 migliaia; l'operazione ha generato una plusvalenza pari a circa Euro 126 migliaia rilevata nel conto economico dell'esercizio.

Costituzione della Maflow KK

Nel corso dell'esercizio è stato versato un importo pari a Euro 230 migliaia per la costituzione della Maflow KK con sede in Tokyo (Giappone), società controllata al 100% da Maflow S.p.A.

Utilizzo di crediti vantati nei confronti di alcune società controllate

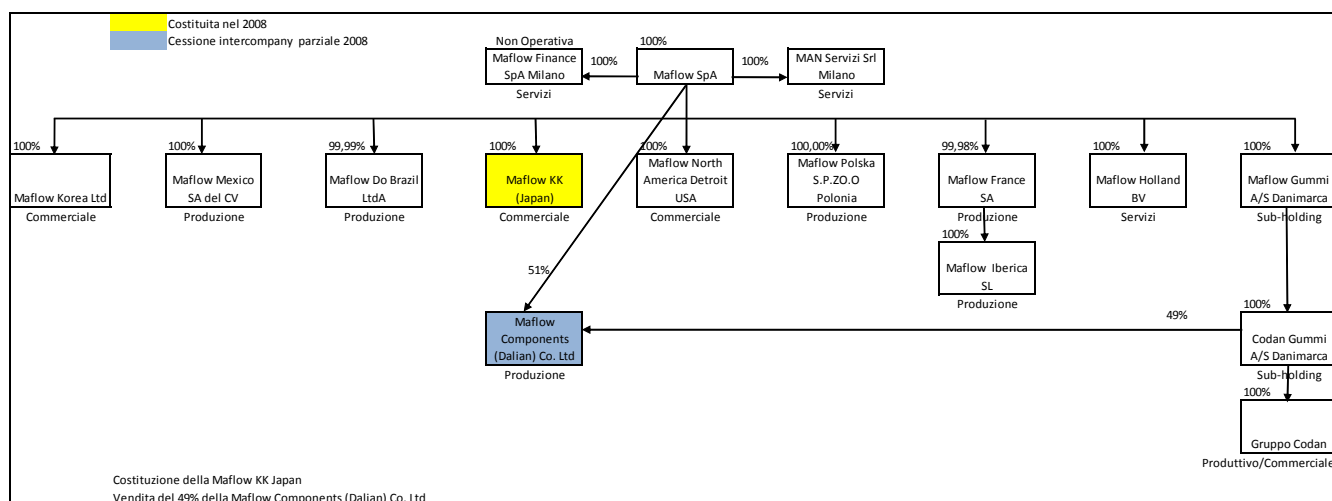
Si segnala che nel corso dell'esercizio 2008 sono stati registrati incrementi a carico delle partecipazioni per un totale di Euro 15,4 milioni, di cui gran parte (Euro 10,8 milioni) derivanti dall'utilizzo di crediti commerciali e finanziari vantati nei confronti delle società controllate al fine di effettuare conferimenti in conto futuro aumento capitale, come espressamente specificato nelle lettere richiamate ed allegate.

Di seguito in espongono sinteticamente le operazioni suddette:

- Maflow France S.A.: l'operazione riguarda un credito per finanziamento infragruppo vantato da Maflow S.p.A., di nominali Euro 1.900.000,00 (All. 4a). In merito, si precisa che, il contratto all'uopo stipulato (All. 4b) contiene una clausola c.d. "di ritorno a miglior fortuna" sicché in ipotesi di miglioramento della situazione finanziaria della società francese, il conferimento sarà considerato inefficace;
- Maflow Components (Dalian) Co. Ltd.: l'operazione riguarda crediti per finanziamento infragruppo vantati da Maflow S.p.A., per USD 2.790.000,00 (All. 5);
- Maflow Mexico SA de CV.: l'operazione riguarda crediti commerciali infragruppo vantati da Maflow S.p.A., per complessivi Euro 3.370.820,13 nonché un credito per versamento soci in conto futuro aumento di capitale di USD 4.705.000,00 (All. 6);
- Maflow do Brasil Ltda.: l'operazione riguarda crediti commerciali infragruppo vantati da Maflow S.p.A., per complessivi Euro 2.020.145,02 (All. 7).

----- (*)

Il Gruppo alla fine del 2008 era così strutturato:



Dai dati rilevati dal bilancio al 31 dicembre 2008, i valori relativi alle partecipazioni iscritte ed il confronto con le rispettive quote di patrimonio netto della controllata risultano come segue:

Valori espressi in migliaia di Euro

Valori secondo IFRS su bilanci approvati o progetti di bilancio o situazioni contabili ai fini di consolidamento							
Imprese Controllate	Capitale Sociale	Patrimonio Netto	di cui risultato d'esercizio	Valore di bilancio (A)	Quota parte patr. Netto (B)	Delta (A-B)	Note
Man Servizi S.r.l.	100	564	148	100	564	(464)	
Maflow North America Inc	56	36	49	86	36	50	
Maflow France SA	491	(9.697)	(2.306)	0	(9.697)	9.697	(1) (2) (3) (4)
Maflow Finance S.p.A.	1.000	1.077	0	1.112	1.077	35	
Maflow Holland NV	210	(139)	143	0	(139)	139	(2) (4)
Maflow Polska Sp.zo.o	16.668	11.282	(12.690)	11.282	11.282	0	(4)
Maflow do Brasil Ltda	8.205	1.225	(1.254)	2.676	1.225	1.451	(1) (4)
Maflow Component (Dalian) Co Ltd	5.432	1.338	(1.665)	1.747	682	1.065	(1) (4)
Maflow Mexico S.A. del C.V.	690	1.670	(3.304)	1.672	1.670	2	(4)
Maflow Gummi As	67	9.077	7	9.640	9.077	563	
Maflow Korea Ltd	39	36	40	41	36	5	
Maflow KK (Japan)	275	83	(182)	279	83	196	

Dal bilancio dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2008, si evincono le motivazioni fornite dagli Amministratori a supporto dei maggiori valori iscritti come partecipazione rispetto alle rispettive quote di pertinenza del patrimonio netto delle controllate.

(1) i dati relativi alla Maflow France S.A., Maflow do Brasil Ltd e Maflow Component Dalian Co.

Ltd non considerano la remissione dei debiti pari rispettivamente a Euro 1.900, 2.020 e 2.005 migliaia.

- (2) Inoltre nel caso della Maflow France e della Maflow Holland, devono essere considerati i relativi fondi di “ristrutturazione partecipazione” *appostati nel bilancio di Maflow Sp.A. al 31 dicembre 2008, rispettivamente* pari a 3.255 e 124 migliaia di Euro.
- (3) La differenza per Maflow France è giustificata dalla differenza di valore del patrimonio netto della controllata Maflow Components Iberica posseduta dalla Maflow France stessa.
- (4) Il valore delle partecipazioni controllate è stato parzialmente svalutato adeguandolo al valore del patrimonio netto, a causa delle attuali incertezze sulla loro probabilità di recupero (riduzione durevole di valore).

A differenza degli esercizi precedenti, gli amministratori hanno scelto, nell’esercizio 2008, di adeguare il valore delle partecipazioni al patrimonio netto delle partecipate; in particolare la svalutazione effettuata, per un importo pari a Euro 39,5 milioni (comprensivo dell’accantonamento pari a circa Euro 3,4 milioni a fondo rischi per ristrutturazione della società partecipata stanziato nel passivo dello stato patrimoniale), relativamente alle partecipate Maflow France S.A., Maflow do Brasil Ltda, Maflow Holland NV, Maflow Polska Sp.zo.o, Maflow Components (Dalian) Co. Ltd. e Maflow Mexico S.A. De Cv. è motivata, secondo quanto indicato dal *management* in nota integrativa, dal “*verificarsi di perdite di valore ritenute “durevoli” rispetto al costo iscritto in bilancio, alla luce della crisi globale del settore. L’entità della svalutazione è determinata in base alla stima del valore residuo della società partecipata, adeguando il valore di carico al patrimonio netto contabile. Per quanto riguarda Maflow France e Maflow Holland, poiché il patrimonio netto delle società è negativo, oltre alla svalutazione fino a concorrenza del costo iscritto in bilancio, è stato inoltre stanziato nel passivo dello stato patrimoniale un fondo rischi per ristrutturazione della società partecipata di pari importo, per tenere conto dell’onere di ripianamento futuro*”.

2.3.6. Avvenimenti anno 2009.

Predisposizione del progetto di bilancio in mancanza del presupposto della continuità aziendale

Dalla lettura del ricorso presentato da Maflow S.p.A. si evince che “*nella riunione del 6 marzo 2009, il Consiglio di Amministrazione di Maflow S.p.A. ha constatato la sussistenza dei presupposti di cui all'art. 2447 cod. civ. e ha conseguentemente convocato l'Assemblea dei soci (in sede ordinaria e straordinaria) di Maflow per l'approvazione del bilancio al 31 dicembre 2008 e l'adozione dei provvedimenti ex art. 2447 cod. civ.*

Nel corso della richiamata riunione del 6 marzo 2009 il Consiglio di Amministrazione ha pure verificato che la forte tensione finanziaria e la mancanza di liquidità di Maflow, unitamente al protrarsi delle negative condizioni del mercato e all'impossibilità di definire con le banche creditrici la razionalizzazione dell'indebitamento finanziario, rendevano necessaria una urgente ricapitalizzazione di Maflow, in assenza della quale quest'ultima si sarebbe trovata in stato di insolvenza. Pertanto, nelle more della decisione dell'Assemblea dei soci, lo stesso Consiglio di Amministrazione di Maflow ha ritenuto prudenzialmente opportuno dare mandato a consulenti legali esterni al fine di individuare ogni opportuna modalità di intervento per gestire lo stato di crisi di Maflow, nell'ottica del contenimento e della salvaguardia degli interessi dei propri lavoratori e degli altri creditori sociali, ivi inclusa la valutazione circa l'opportunità di presentare ricorso per l'ammissione alla procedura di amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato d'insolvenza di cui al D.Lgs. 8 luglio 1999, n. 270, e successive modifiche”.

In data 17 marzo 2009 è stato depositato presso la sede sociale il progetto di bilancio dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2008, comprensivo della relazione del Consiglio di Amministrazione ma senza le relazioni del Collegio Sindacale e della Società di Revisione; successivamente, il 1° aprile 2009 il Consiglio di Amministrazione ha approvato un nuovo progetto di bilancio tenendo conto dei rilievi espressi dalla Società di Revisione e del Collegio Sindacale in merito alla mancanza del presupposto della continuità aziendale; il deposito presso la sede sociale del nuovo progetto di bilancio è avvenuto il 3 aprile 2009.

La Società di revisione ed il Collegio Sindacale hanno rimosso i rilievi relativi alla continuità aziendale.

La relazione della Società di Revisione riemessa il 3 aprile 2009 (in sostituzione di quella emessa il 27 marzo 2009) conclude con l'impossibilità di esprimere un giudizio sul bilancio di esercizio al 31 dicembre 2008 a causa di due limitazioni relative a:

- mancanza della disponibilità delle conclusioni dei revisori dei bilanci di alcune società partecipate;

- impossibilità di esprimere un giudizio sul bilancio 2008 da parte del revisore di una delle società partecipate;
- impossibilità di svolgere le procedure di revisione ritenute necessarie in tempo utile per l'Assemblea dei soci convocata per il 6 aprile 2009, stante il fatto che il progetto di bilancio, predisposto dal Consiglio di Amministrazione il 1 aprile 2009, è stato messo a disposizione della Società di revisione il 3 aprile 2009.

Da parte sua il Collegio Sindacale nella propria relazione indica:

“- che la mancata espressione di un giudizio di conformità da parte del Revisore Contabile KPMG S.p.A. sui valori di iscrizione delle partecipazioni non consente a codesto Collegio di potersi esprimere in ordine alla conforme valorizzazione delle immobilizzazioni finanziarie ai sensi dell'articolo 2426 del Codice Civile, attualmente iscritte in bilancio per l'importo di complessivi 28,2 milioni di euro (al netto del relativo fondo), avuto riguardo al rischio che anche per le società partecipate possa risultare irrimediabilmente pregiudicata la "continuità aziendale";

- che le criticità attualmente espresse dalla posizione finanziaria netta della società e dalla mancanza di positive evidenze in ordine alla ridefinizione dei rapporti con gli Istituti Finanziatori rendono non più oltre procrastinabile la tempestiva ed adeguata ricapitalizzazione della società o, in carenza, la verifica dell'eventuale stato di insolvenza e l'adozione dei provvedimenti necessariamente conseguenti”.

Le conclusioni riportate nella relazione del Collegio Sindacale sono le seguenti:

“Tutto ciò premesso, il Collegio Sindacale, a causa del mancato completamento delle procedure di revisione contabile relative alla società ed alle società partecipate, non ritiene di poter esprimere parere favorevole all'approvazione del bilancio dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2008.

Con riferimento all'attuale posizione finanziaria netta della società il Collegio Sindacale invita l'Azionista a provvedere alla immediata ricapitalizzazione della società, evidenziando che, in mancanza, gli amministratori dovranno senza indugio assumere le necessarie deliberazioni ai sensi dell'articolo 2484 del Codice Civile, ovvero, qualora fosse accertato lo stato di insolvenza, in ottemperanza della Legge Fallimentare e norme correlate”.

Nomina del liquidatore e presentazione del ricorso ex D.Lgs 270/1999 (Legge Prodi-bis)

Nella parte straordinaria dell'Assemblea dei Soci di Maflow S.p.A. del 6 aprile 2009 il Presidente del Consiglio di Amministrazione, preso atto dell'impossibilità da parte del socio di procedere alla ricapitalizzazione della Società, espone all'Assemblea la necessità di procedere nella liquidazione della Società stessa. L'Assemblea straordinaria dei Soci delibera all'unanimità la messa in liquidazione della Società e, in data 7 aprile 2009, cessano gli amministratori fino ad allora in carica e viene nominato un liquidatore nella persona del Dott. Giovanni La Croce, *“conferendogli ampi poteri di ordinaria e straordinaria amministrazione, ivi compresi quelli di presentare istanza per l'ammissione alle procedure concorsuali previste dal nostro ordinamento giuridico”*.

In sede di Assemblea Soci, il Presidente del Consiglio di Amministrazione informa altresì di aver avviato le attività necessarie alla presentazione del ricorso ex D.Lgs. 270/99 (*“Prodi bis”*); l'Assemblea esprime in proposito la raccomandazione che il nominando liquidatore persegua senza indugio la via della procedura di a.s. ex Legge Prodi-bis senza, tuttavia, omettere la verifica di fattibilità delle manifestazioni di interesse e/o offerte formulate da terzi possibili investitori.

L'iscrizione presso il Registro delle Imprese di Milano della dichiarazione di accertamento della causa di scioglimento è avvenuta in data 7 aprile 2009.

“Il liquidatore, esaminato il bilancio al 31 dicembre 2008 approvato dall'Assemblea di Maflow, ha preso atto della necessità di procedere con la liquidazione nell'ambito di procedure concorsuali volte a salvaguardare la continuità aziendale e l'integrità degli apparati produttivi e a tal fine ha assunto l'iniziativa di presentare in proprio il Ricorso, nelle more predisposto su incarico del Consiglio di Amministrazione, per la dichiarazione dello stato d'insolvenza di Maflow ai fini della sua successive ammissione alla procedura di Amministrazione Straordinaria”.

Alla luce di quanto sopra descritto, in data 10 aprile 2009 è stato depositato presso il Tribunale Ordinario di Milano, Sez. Fallimentare il ricorso per la dichiarazione dello stato di insolvenza *ex artt. 3 e 5 D.Lgs. 8 luglio 1999, n. 270* da parte di Maflow S.p.A.

Contestualmente, presso il medesimo Tribunale è presentato ricorso per la dichiarazione dello stato di insolvenza *ex artt. 3 e 5 D.Lgs. 8 luglio 1999, n. 270*, anche da parte di Maflow Polska Sp.zo.o.

Con le sentenze n. 260/09 e n. 261/09 dell'11 maggio 2009, il Tribunale di Milano dichiara l'insolvenza e nomina per entrambe le ricorrenti tre commissari giudiziali nelle persone dell'avvocato Stefano Coen, dell'avvocato Francesco Pensato e dell'avvocato Vincenzo Sanasi d'Arpe.

Con le sentenze sopra menzionata il Tribunale di Milano ha inoltre disposto che la gestione dell'impresa sia lasciata all'impresa dichiarata insolvente.

PARTE TERZA
LE OPERAZIONI SOCIETARIE DI MAFLOW POLSKA SP.ZO.O.

3.1. Fonti informative utilizzate nella ricostruzione delle operazioni societarie straordinarie.

Si ritiene opportuno dare evidenza, secondo un criterio cronologico, alle principali operazioni societarie poste in essere dalla Maflow Polska Sp.zo.o. nel periodo che va dal 2004 al 2008.

I documenti e le fonti informative utilizzati per la ricostruzione delle operazioni societarie descritte nel seguito sono stati ottenuti dalla Società e sono rappresentati da:

- Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2004 di Man Automotive Components S.p.A.;
- Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2005 di Manuli Auto Polska Sp.zo.o.;
- Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2006 di Manuli Auto Polska Sp.zo.o.;
- Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2007 di Maflow Polska Sp.zo.o.;
- Bilancio consolidato al 31 dicembre 2007 di Maflow S.p.A.;
- Colloqui informali con il management del Gruppo ;
- Bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2004 di Manuli Rubber Industries S.p.A.;
- Ricorso per la dichiarazione dello stato di insolvenza ex D.Lgs.n.270/99 per Maflow Polska Sp.zo.o.;
- Sentenza del Tribunale di Milano n.261/2009 per la dichiarazione di insolvenza di Maflow Polska Sp.zo.o.;
- Visura statica di Maflow Polska Sp.zo.o. estratta dalla Camera di Commercio il 27 maggio 2009;
- Atto costituzione di società per azioni di Man Automotive Components S.p.A.;
- Contratto di acquisto delle partecipazioni in Manuli Automotive S.p.A. e Manuli Auto International S.A. tra Man Automotive Components S.p.A. e Manuli Rubber Industries S.p.A. del 2 luglio 2004;
- Verbale di Assemblea dei soci straordinaria di Man Automotive Components S.p.A. del 28 luglio 2004;
- Verbale di Assemblea dei soci straordinaria di Manuli Automotive S.p.A. del 28 settembre 2004;
- Verbale del Consiglio di Amministrazione di Manuli Automotive S.p.A. del 7 novembre 2005 (acquisto partecipazioni da Manuli Auto International S.A.);

- Atto di trasferimento a Manuli Automotive S.p.A. delle partecipazioni possedute da Manuli Auto International S.A., datato 17 novembre 2005;
- Verbale di Assemblea generale straordinaria di Manuli Auto International S.A. del 9 dicembre 2005;
- Rapporto di revisione limitata sulla situazione contabile di Manuli Auto International S.A. al 9 dicembre 2005;

3.2. Cronologia degli avvenimenti rilevanti.

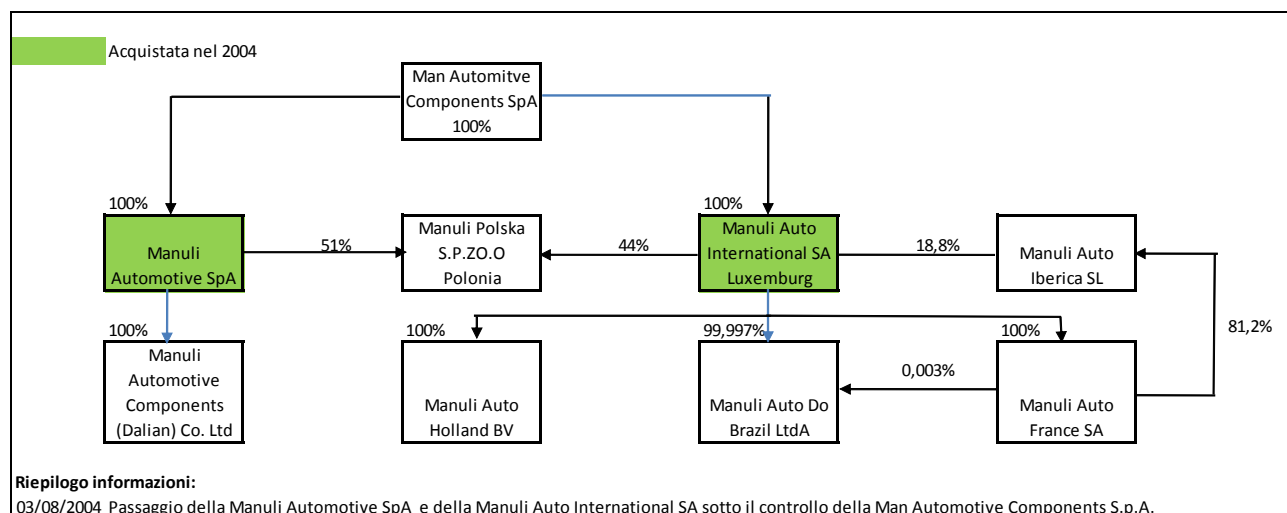
3.2.1. Avvenimenti anno 2004.

La Maflow S.p.A. (già Man Automotive Components S.p.A.), in data 3 agosto 2004, acquista dalla Manuli Rubber Industries S.p.A. le partecipazioni nella Manuli Auto International S.A. e nella Manuli Automotive S.p.A., detentrici di partecipazioni in Manuli Auto Polska Sp.zo.o. rispettivamente per il 44% ed il 51%.

La suddetta società diventa la controllante indiretta della Manuli Auto Polska Sp.zo.o. al 95%, con impegno di acquistare il restante 5% dalla Simest nell'arco dei 3 anni successivi.

Per una trattazione più approfondita dell'operazione si rimanda al precedente capitolo.

Il Gruppo alla fine del 2004 era così strutturato:



Dai dati rilevati dal bilancio al 31 dicembre 2004, il valore relativo alla partecipazione iscritta dalla controllante ed il confronto con la quota di patrimonio netto risulta come segue:

Valori in valuta locale del Paese di appartenenza della controllata

Imprese Controllate indirette	Capitale Sociale	Patrimonio Netto	Utile / Perdita	% Poss.	Valuta
Manuli Auto Polska Sp.zo.o	68.000.000	93.245.038	50.347.502	95%	PNL

Dal bilancio dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2004, si evincono i valori evidenziati in tabella.

3.2.2. Avvenimenti anno 2005.***Fusione per incorporazione della Manuli Automotive S.p.A. in MAN Automotive Components S.p.A.***

In data 14 marzo 2005, è stato redatto il progetto di fusione per incorporazione ai sensi dell'art. 2501-ter c.c.; tale progetto è stato depositato presso il Registro delle Imprese il 15 marzo 2005 ed ivi iscritto in data 21 marzo 2005; il progetto in questione prevede la fusione per incorporazione della Manuli Automotive S.p.A. in MAN Automotive Components S.p.A. (oggi Maflow S.p.A.).

Il 20 aprile 2005 si sono tenute le assemblee delle due società coinvolte nell'operazione (agli atti Notaio Enrico Lainati rep. n. 2207 / racc. n. 1103 e rep. n. 2208 / racc. n. 1104) che hanno deliberato di approvare il progetto di fusione, modificando della denominazione sociale da Man Automotive Components S.p.A. in Manuli Automotive S.p.A.

Per effetto della fusione, è trasferito il 51% delle partecipazioni in Manuli Auto Polska Sp.zo.o. nella nuova società Manuli Automotive S.p.A.

Per una trattazione più approfondita dell'operazione si rimanda al precedente capitolo.

Vendita delle partecipazioni da Manuli Auto International S.A. (Lussemburgo) alla Manuli Automotive S.p.A.

In data 7 novembre 2005 Manuli Automotive S.p.A. ha acquistato dalla società partecipata Manuli Auto International S.A. (Lussemburgo), fra le altre, il 44% delle partecipazioni della Manuli Auto Polska Sp.zo.o.

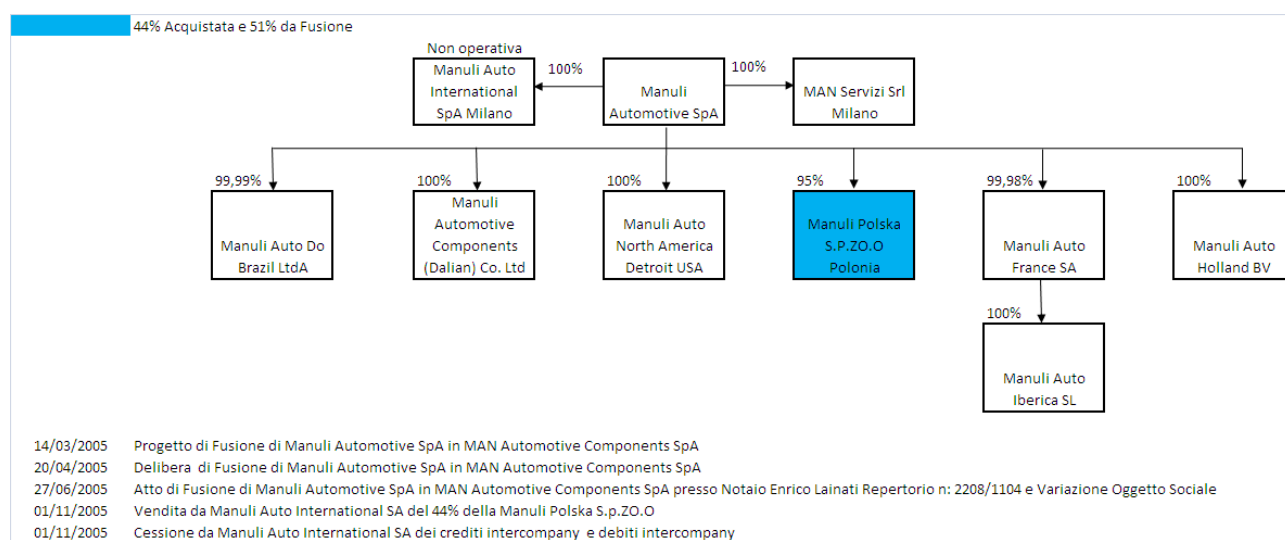
Nell'oggetto dell'acquisto sono compresi anche i crediti ed i debiti infragruppo vantati da Manuli Auto International S.A. verso le altre società del gruppo.

Con l'acquisizione il controllo delle partecipazioni passa dall'essere "indiretto" ad essere "diretto".

Il 17 novembre 2005 viene siglato l'atto di trasferimento della proprietà delle partecipazioni e dei crediti e debiti correlati.

Per una trattazione più approfondita dell'operazione si rimanda al precedente capitolo.

Il Gruppo alla fine del 2005 era così strutturato:



Dai dati rilevati dal bilancio al 31 dicembre 2005, il valore relativo alla partecipazione iscritta dalla Controllante ed il confronto con la quota di patrimonio netto risulta come segue:

Valori in Euro/migliaia

Imprese Controllate	Capitale Sociale	Patrimonio Netto	di cui risultato d'esercizio	Valore di bilancio (A)	Quota parte patr. Netto (B)	Delta (A-B)	Note
Manuli Auto Polska Sp.zo.o	17.619	42.188	17.297	25.401	40.079	(14.678)	

3.2.3. Avvenimenti anno 2006.

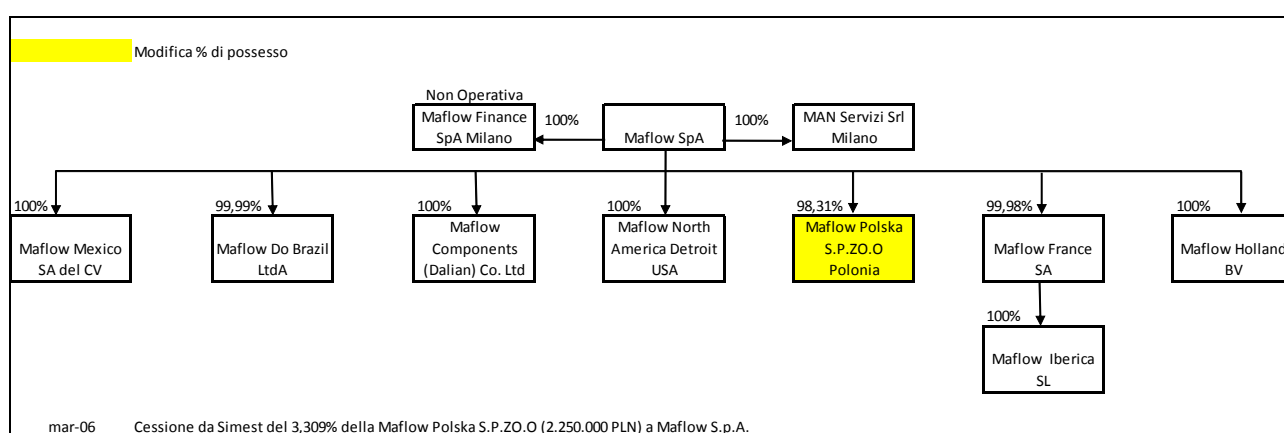
Acquisto della partecipazione in Maflow Polska Sp.zo.o. da SIMEST

Nel mese di marzo 2006 è stato formalizzato l'acquisto da Simest della prima *tranche* di partecipazione nel capitale della Maflow Polska Sp.zo.o. del valore nominale di PLN 2.250.000, pari al 3,309% del capitale sociale di PLN 68.000.000 con il pagamento di un conguaglio di 48 migliaia di euro, calcolato in base agli accordi contrattuali con la stessa Simest stipulati da

Manuli Automotive SpA in data 30 novembre 2001, ad integrazione dell'importo di 628 migliaia di euro già versato nel 2005.

La relazione sulla gestione accompagnatoria del bilancio 2006 della controllante indica che, nei primi mesi del 2007 Maflow S.p.A. ha messo in atto “trattative per l'acquisto da Simest della quota residua di partecipazione nella controllata Maflow Polska Sp.zo.o., pari a circa l'1,69% del capitale sociale”, il cui impegno è già indicato nei conti d'ordine al 31 dicembre 2006.

Il Gruppo alla fine del 2006 era così strutturato:



Dai dati rilevati dal bilancio al 31 dicembre 2006, il valore relativo alla partecipazione iscritta dalla Controllante ed il confronto con la quota di patrimonio netto risulta come segue:

Valori in Euro/migliaia		Valori secondo Principi locali dei Paesi di residenza delle partecipate		Valore di bilancio (A)	Quota parte patr. Netto (B)	Delta (A-B)	Note
		Patrimonio Netto	di cui risultato d'esercizio				
Imprese Controllate	Capitale Sociale	Patrimonio Netto	di cui risultato d'esercizio	Valore di bilancio (A)	Quota parte patr. Netto (B)	Delta (A-B)	Note
Maflow Polska Sp.zo.o	17.750	42.179	16.980	26.086	41.466	(15.380)	(1)

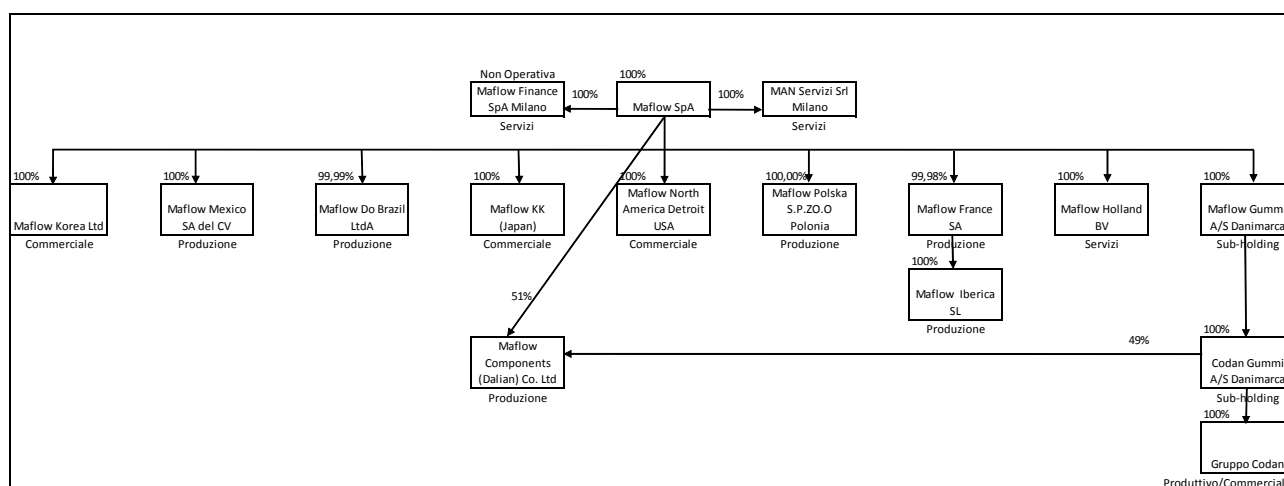
(1) Il patrimonio netto è esposto già rettificato in diminuzione del dividendo che sarà distribuito nel 2007 in seguito a delibera del consiglio di amministrazione e che è già stato recepito per competenza.

3.2.4. Avvenimenti anno 2007.

Acquisto quota residua della partecipazione in Maflow Polska Sp.zo.o. da SIMEST

Nel periodo marzo-aprile 2007, Maflow S.p.A. ha proceduto ad acquistare dalla Simest un'ulteriore quota del capitale sociale della controllata Maflow Polska sp.zo.o. (Polonia), per un valore nominale di PLN 1.149.200 pari al 1,69% del totale capitale sociale; l'importo stabilito è stato pari a circa 254 migliaia di Euro.

Con questa operazione Maflow S.p.A. ha acquisito la totalità delle quote della Maflow Sp.zo.o. Il Gruppo alla fine del 2007 era così strutturato:



Dai dati rilevati dal bilancio al 31 dicembre 2007, il valore relativo alla partecipazione iscritta dalla Controllante ed il confronto con la quota di patrimonio netto risulta come segue:

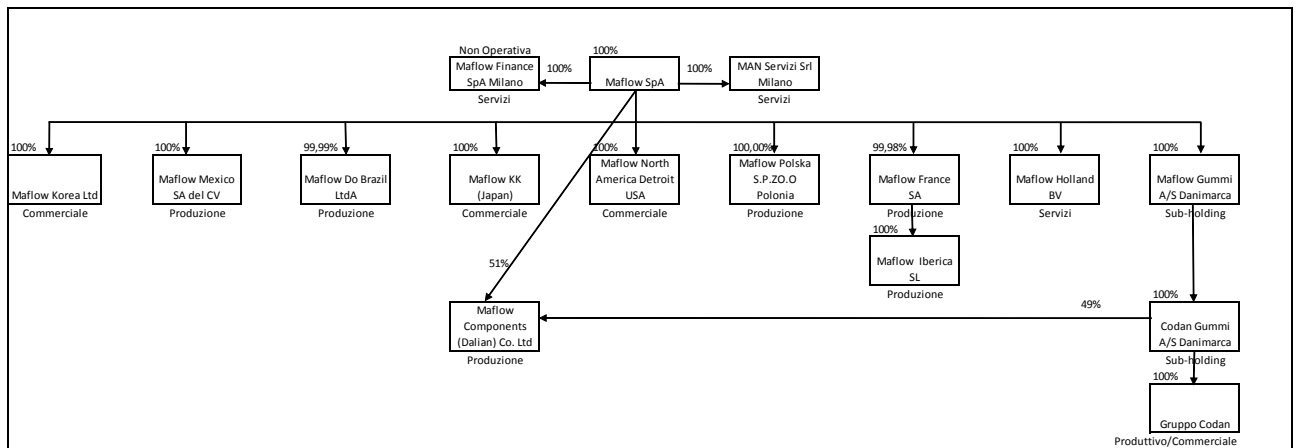
Imprese Controllate	Capitale Sociale	Valori secondo IFRS		Valore di bilancio (A)	Quota parte patr. Netto (B)	Delta (A-B)	Note
		Patrimonio Netto	di cui risultato d'esercizio				
Maflow Polska Sp.zo.o	18.923	46.687	1.756	26.339	46.687	(20.348)	

3.2.5. Avvenimenti anno 2008.

Trasferimento di parte degli impianti produttivi del Gruppo Codan in Maflow Polska Sp.zo.o.

Tramite colloqui informali con il *management*, siamo venuti a conoscenza che una parte degli impianti produttivi del Sud America del Gruppo Codan, sono stati trasferiti alla Maflow Polska Sp.zo.o.

Il Gruppo alla fine del 2008 era così strutturato:



Dai dati rilevati dal bilancio al 31 dicembre 2008, il valore relativo alla partecipazione iscritta dalla Controllante ed il confronto con la quota di patrimonio netto risulta come segue:

Valori in Euro/migliaia	Valori secondo IFRS su bilanci approvati o progetti di bilancio o situazioni contabili ai fini di consolidamento							
	Imprese Controllate	Capitale Sociale	Patrimonio Netto	di cui risultato d'esercizio	Valore di bilancio (A)	Quota parte patr. Netto (B)	Delta (A-B)	Note
	Maflow Polska Sp.zo.o	16.668	11.282	(12.690)	11.282	11.282	0	

Distribuzione di utili infrannuali da parte della società Maflow Polska Sp.zo.o.

Con delibera del Consiglio di Gestione del 31 agosto 2008 (All. 8), Maflow Polska Sp.zo.o. ha disposto il pagamento, in favore del suo unico socio Maflow S.p.A., di zloty 18.496.000,00 (corrispondenti ad euro 4.400.000,00 circa) a titolo di anticipo su futuri dividendi relativi all'esercizio 2008.

Si precisa che l'anticipazione di dividendo suddetta è stata successivamente convertita in finanziamento in quanto il bilancio 2008 non presenta utili o riserve distribuibili sufficienti a permettere la distribuzione di utili.

Dalle scritture contabili di Maflow Polska Sp.zo.o. risultano inoltre ulteriori ragioni di credito nei riguardi di Maflow S.p.A. per finanziamenti a breve.

----- (*)

3.2.6. Avvenimenti anno 2009.

In data 10 Aprile 2009 è stato depositato presso il Tribunale Ordinario di Milano, Sez. Fallimentare il ricorso, contestualmente al ricorso presentato dalla capogruppo Maflow S.p.A., per la dichiarazione dello stato di insolvenza *ex artt. 3 e 5 D.Lgs. 8 luglio 1999, n. 270* da parte di Maflow Polska Sp.zo.o.

Con le sentenze n. 260/09 e n. 261/09 del 11 maggio 2009, il Tribunale di Milano dichiara l'insolvenza e nomina per entrambe le ricorrenti tre commissari giudiziali nelle persone dell'avvocato Stefano Coen, dell'avvocato Francesco Pensato e dell'avvocato Vincenzo Sanasi d'Arpe.

Con le sentenze sopra menzionata il Tribunale di Milano ha inoltre disposto che la gestione dell'impresa sia lasciata all'impresa dichiarata insolvente.

Si segnala, che con atto notificato in data 10 giugno 2009, la società Bank Handlowy W Warszawie S.A., facente parte del Gruppo Citibank, ha proposto opposizione avverso la sentenza n. 261/09 con cui il Tribunale di Milano ha dichiarato l'insolvenza della Maflow Polska Sp.zo.o.

Si comunica, inoltre, che con istanza depositata presso il Tribunale di Regionale di Katowice è stato richiesto, da un creditore, l'apertura della procedura di insolvenza secondaria ai sensi dell'art. 3, comma 3, del Regolamento C.E. 1346/2000.

PARTE QUARTA

LE CAUSE DELLO STATO DI INSOLVENZA

4.1. Le cause strutturali ed economiche dell'insolvenza.

Di solito, la genesi ed il consolidarsi dello stato di insolvenza scaturiscono da una serie di variabili economiche, in alcuni casi tra loro intimamente correlate, in altri del tutto autonome, il cui esatto ambito di incidenza non è sempre agevole individuare con una valutazione dei fatti operata *ex post*.

A maggior ragione, l'imprenditore sconta una obiettiva e fisiologica difficoltà nell'apprezzare *ex ante* gli eventi aziendali e le opzioni strategiche di politica industriale prodromiche o potenzialmente funzionali alla decozione, che avrebbero dovuto essere evitate o affrontate diversamente al fine di scongiurare il dissesto della società.

Per le ragioni evidenziate, individuare con assoluta certezza le cause dell'insolvenza di una società da cui dipende e, a sua volta, discende l'operatività di un gruppo di società, è compito estremamente arduo.

Inoltre, l'evidente difficoltà di individuare un rapporto causa/effetto rispetto ad un evento così complesso come l'insolvenza assume contorni di estrema problematicità se - come nel caso in esame - su questa si innesti il complesso ed articolato sviluppo storico aziendale riportato e descritto nei precedenti capitoli.

Premesso quanto innanzi, va osservato che il Gruppo, nel lasso di tempo analizzato, sosteneva una rilevante mole debitoria ⁽⁶⁾ che, sebbene governata con efficacia - compatibilmente alla onerosità finanziaria dell'indebitamento - fino al momento in cui l'operatività commerciale ed economica del segmento *automotive* ha avuto un andamento positivo, si è immediatamente rivelato di difficile gestione non appena quest'ultimo ha subito flessioni e rallentamenti legati all'andamento del mercato.

Infatti, già a partire dall'anno 2008, il comparto industriale delle autovetture ha subito una prima contrazione commerciale i cui effetti negativi non hanno risparmiato nemmeno i primari OEM ⁽⁷⁾. L'andamento negativo del mercato di riferimento ha determinato la conseguente riduzione delle commesse, con una significativa ricaduta sul fatturato. A questo primo elemento di crisi si è

⁽⁶⁾ Mole debitoria stratificatasi nel tempo, come già evidenziato.

⁽⁷⁾ OEM è acronimo di *Original Equipment Manufacturer*, ossia produttori di apparecchiature originali, espressione utilizzata, anche in ambito automobilistico, nel contesto di processi produttivi industriali.

inoltre aggiunto, aggravando una già precaria situazione finanziaria, l'aumento dei costi delle materie prime.

In siffatto contesto, è agevole comprendere come le variabili economiche – indipendenti dalla volontà dell'imprenditore – unitamente alla rigida struttura dei costi produttivi gravanti su Maflow (calibrati su volumi di attività ben superiori a quelli effettivamente conseguiti) e al debito maturato per via delle operazioni societarie precedentemente descritte, abbiano progressivamente determinato una riduzione della capacità reddituale (e finanziaria) del Gruppo.

4.2. L'analisi dei bilanci.

Il bilancio svolge l'essenziale funzione di fornire informazioni sullo stato patrimoniale dell'azienda ai terzi (c.d. *stakeholders*: finanziatori, fornitori, soci, obbligazionisti, ecc.). Tuttavia, tali informazioni possono anche essere utilizzate dall'imprenditore per comprendere lo stato di salute dell'impresa e per valutare, ove necessarie, le indispensabili correzioni alle politiche gestionali.

In Italia l'obbligo della predisposizione e deposito del bilancio grava solo sulle società di capitali. La redazione del bilancio d'esercizio è disciplinata dal Codice Civile e dai Principi Nazionali dell'Organismo Italiano di Contabilità e, per quanto attiene alle aziende quotate, dai principi contabili internazionali (IAS). Esso si compone dei seguenti documenti obbligatori: Stato Patrimoniale, Conto Economico e Nota Integrativa.

La normativa che regola il bilancio d'esercizio è quella contenuta negli articoli dal 2423 al 2426 del Codice Civile, come aggiornato in conseguenza del recepimento della IV Direttiva Cee dal D.Lgs 9 aprile 1991, n.127 e delle successive modifiche apportate dal D.Lgs 17 gennaio 2003, n. 6 in materia di riforma del diritto societario.

La legge prevede, in particolare per la nota integrativa al bilancio, la predisposizione di una serie di approfondite informazioni obbligatorie strumentali ad una corretta informazione sulle poste ivi iscritte. Tuttavia, per come strutturati ai sensi di legge, lo stato patrimoniale e il conto economico non consentono di dedurre informazioni di carattere gestionale.

Si rende di conseguenza indispensabile provvedere ad una diversa lettura dello schema contabile prescritto dalla legge, per estrapolare tanto dallo stato patrimoniale quanto dal conto economico i dati di carattere gestionale dell'impresa. La "*riclassificazione*" può essere definita come una tecnica per mezzo della quale si persegue il raggiungimento di una più semplice lettura delle

dinamiche aziendali al fine di favorire il confronto dei dati nel tempo (con riferimento a dati tratti da più bilanci della stessa impresa) e/o nello spazio (con riferimento a imprese diverse) attraverso l'individuazione di una serie di risultati intermedi.

Va evidenziato che la riclassificazione non ha come obiettivo quello di appurare la qualità e veridicità del dato contabile iscritto nello schema di riferimento.

In merito alle modalità di riclassificazione, va ricordato che l'analisi di bilancio è un tema in costante aggiornamento ed evoluzione. Infatti, non è dato individuare un metodo di *riclassificazione* valido in assoluto, bensì saranno i risultati che l'analista ricerca a condizionare la scelta del modello più adatto allo scopo perseguito.

Tra i modelli di riclassificazione del conto economico maggiormente utilizzati nella prassi, il conto economico a valore della produzione e a valore aggiunto risulta essere il più diffuso in quanto assai simile allo schema legale previsto dal Codice Civile. In particolare, riclassificare il conto economico secondo un modello a valore aggiunto permette di evidenziare quanta parte dei ricavi di vendita, al netto dei costi sostenuti, si è trasformata in moneta.

Infine, appare opportuna una precisazione: le analisi di *business* dovrebbero sempre considerare il bilancio consolidato, nel caso in cui sia stato redatto, così da analizzare i valori economici e patrimoniali al netto dei rapporti infra-gruppo.

a) La riclassificazione del conto economico.

Il principio cardine che deve guidare l'analista nella propria opera risiede nella circostanza che qualunque sia la configurazione di Conto Economico adottata, a livello di reddito operativo si deve giungere alla riconciliazione dei risultati economici.

Il criterio del valore aggiunto, forma di riclassificazione abitualmente utilizzata per valutare come è stato generato il risultato d'esercizio e peraltro l'unica agevolmente utilizzabile partendo dai dati presenti nei prospetti di bilancio civilistici, evidenzia i margini più significativi del conto economico e consente di analizzarne in dettaglio i risultati.

Secondo tale modello, il Conto Economico mantiene la sua struttura scalare, arrivando cioè alla progressiva formazione del risultato d'esercizio passando attraverso la presentazione di risultati reddituali intermedi utili ad una corretta analisi.

Lo schema di conto economico a valore della produzione e valore aggiunto può così riepilogarsi:

Conto economico a valore della produzione e valore aggiunto	
	<u>Ricavi di Vendita</u>
	<i>al netto di sconti, resi e abbuoni</i>
+/-	<u>Variazione magazzino prodotti finiti, semilavorati e in corso di lavorazione</u>
+/-	<u>Variazione lavori in corso</u>
+	<u>Incrementi immobilizzazioni per lavori interni</u>
+	<u>Altri ricavi e proventi</u>
	<u>Valore della produzione</u>
-	<u>Costo di acquisto di fattori produttivi esterni</u>
	<u>Valore aggiunto</u>
-	<u>Costo relativo al personale dipendente</u>
	<u>Margine operativo lordo (EBITDA)</u>
-	<u>Costi relativi ad ammortamenti ed accantonamenti</u>
	<u>Margine operativo netto (EBIT)</u>
+/-	<u>Saldo gestione finanziaria</u>
	<u>Reddito corrente</u>
+/-	<u>Saldo gestione accessoria</u>
+/-	<u>Saldo gestione straordinaria</u>
	<u>Reddito ante-imposte</u>
-	<u>Imposte sui redditi</u>
	<u>Reddito netto</u>

Lo schema sopra illustrato risponde ad un principio di base: la separazione della gestione caratteristica, detta anche operativa, da quella non caratteristica. In particolare la complessiva gestione aziendale è divisa in tre macro-aree:

- **gestione caratteristica:** relativa all'attività tipica dell'azienda, all'interno di tale area trovano collocamento tutte le voci economiche relative al ciclo di acquisto-trasformazione-vendita;
- **gestione finanziaria:** relativa alla gestione dei mezzi finanziari, accoglie al suo interno le voci riguardanti gli interessi sui capitali di terzi presi in prestito e sulle eventuali risorse concesse a prestito;
- **gestione straordinaria:** all'interno di tale gestione sono di norma collocate tutte le poste economiche relative alle operazioni non rientranti nella normale attività imprenditoriale.

Spesso alle tre gestioni sopra indicate è aggiunta un'ulteriore voce allorquando si sia in presenza di flussi di ricavi e costi non riconducibili alla tipica attività di acquisto, trasformazione e

vendita. Tale macro-area assume la qualificazione di gestione accessoria. La sua presenza è solo eventuale e si rinviene, quale tipica esemplificazione di carattere pratico, nell'ipotesi di locazione a terzi di fabbricati adibiti ad uso civile oppure di flussi finanziari connessi alla remunerazione dell'investimento di ingenti disponibilità liquide generate dalla gestione.

Passiamo ora ad esaminare ciascuno dei risultati intermedi che si ottengono da questo tipo di riclassificazione:

- **valore della produzione:** è dato dalla somma algebrica dei ricavi di vendita, al netto di sconti resi e abbuoni, della variazione del magazzino prodotti finiti e in corso di lavorazione, della variazione delle immobilizzazioni in corso per lavori su commessa o svolti in economia. Tale valore è rappresentativo della reale attività produttiva svolta dall'impresa, ovvero della ricchezza creata nel corso dell'esercizio al lordo dei fattori che hanno contribuito alla sua realizzazione, sia essa diretta all'esterno (come normale) sia essa rivolta al magazzino, ai lavori in corso su commessa o all'incremento di immobilizzazioni destinate all'uso interno all'azienda;
- **valore aggiunto:** è dato dalla differenza tra valore della produzione e fattori produttivi esterni utilizzati nel processo produttivo. Tipicamente essi sono: consumo di materie prime, costi per acquisto di servizi, godimento beni di terzi ed oneri diversi di gestione. Il valore aggiunto identifica qual è il margine che residua all'azienda al netto dei costi dei fattori produttivi, senza considerare costi del personale e ammortamenti. Questo margine è particolarmente significativo poiché è atto ad esprimere la ricchezza che, successivamente al momento della produzione, potrà essere distribuita fra tutti i partecipanti all'attività economica svolta nell'ambito aziendale;
- **margine operativo lordo (EBITDA, *earning before interest taxes depreciation amortization*):** questo margine, dato dalla differenza tra valore aggiunto e costi del personale, è molto significativo perchè può essere considerato un quasi flusso di cassa operativo (nel caso in cui tutti i ricavi e i costi operativi venissero incassati e pagati, il flusso di cassa generato dalla gestione operativa sarebbe proprio il margine operativo lordo) e rapportato al fatturato indica la capacità "teorica" dell'azienda di produrre cassa (autofinanziarsi). Tale valore presenta inoltre la peculiarità, proprio in quanto non comprende poste contraddistinte da elevata soggettività quali ammortamenti e accantonamenti, di essere maggiormente immune da politiche di bilancio. L'EBITDA rappresenta un valore molto significativo per valutare la capacità delle imprese di far fronte agli impegni assunti. Tale valore rappresenta, infatti, la capacità reddituale di autofinanziarsi da parte dell'azienda e quindi di generare risorse da destinare successivamente al pagamento delle fonti di finanziamento;

- **margine operativo netto (EBIT, *earning before interest and taxes*):** sottraendo all'EBITDA gli ammortamenti e gli accantonamenti si ottiene questo margine che esprime il risultato economico della trasformazione attuata dall'impresa, quindi il risultato che l'azienda è in grado di generare con la sola gestione caratteristica, senza tenere in considerazione aspetti finanziari, straordinari e fiscali. Questo margine misura il risultato economico della gestione prima di provvedere alla remunerazione dei soggetti portatori di capitale (di credito, con gli oneri finanziari; di rischio, con l'utile netto) e dello Stato (con le imposte);
- **reddito corrente:** è ottenuto dalla somma algebrica tra il Margine Operativo Netto e il saldo della gestione finanziaria;
- **reddito ante-imposte:** è ottenuto sommando al reddito corrente il saldo della gestione straordinaria;
- **reddito netto:** è ottenuto sottraendo all'utile lordo l'ammontare delle imposte da pagare.

b) La riclassificazione dello stato patrimoniale.

Per quanto riguarda lo schema di **stato patrimoniale** la prassi professionale prevede che anch'esso sia riletto attraverso schemi rielaborati a seconda dell'informazione ricercata. A questo scopo si possono costruire due modelli differenti: lo stato patrimoniale di carattere gestionale e di carattere finanziario.

In particolare nello **stato patrimoniale a carattere gestionale** sono definiti, da un lato gli investimenti, ovvero come sono impiegate le risorse in azienda, suddivisi in base alla loro attitudine a permanere all'interno dell'azienda oppure a rinnovarsi ciclicamente in funzione dello svolgimento del processo produttivo. D'altro canto, nella sezione relativa ai finanziamenti, ovvero ai soggetti che hanno apportato capitali all'azienda, si distingue tra fonti legate a capitale di terzi (finanziamenti in senso stretto) e fonti legate alla sottoscrizione di capitale sociale da parte degli azionisti.

Lo stato patrimoniale secondo la logica funzionale si prefigge di mettere in luce quanta parte del capitale, a rapido e lento rigiro, è investito nella gestione tipica (anche detta operativa) dell'impresa, e quanta rappresenta investimenti di carattere accessorio/finanziario.

c) Lo stato patrimoniale di carattere gestionale.

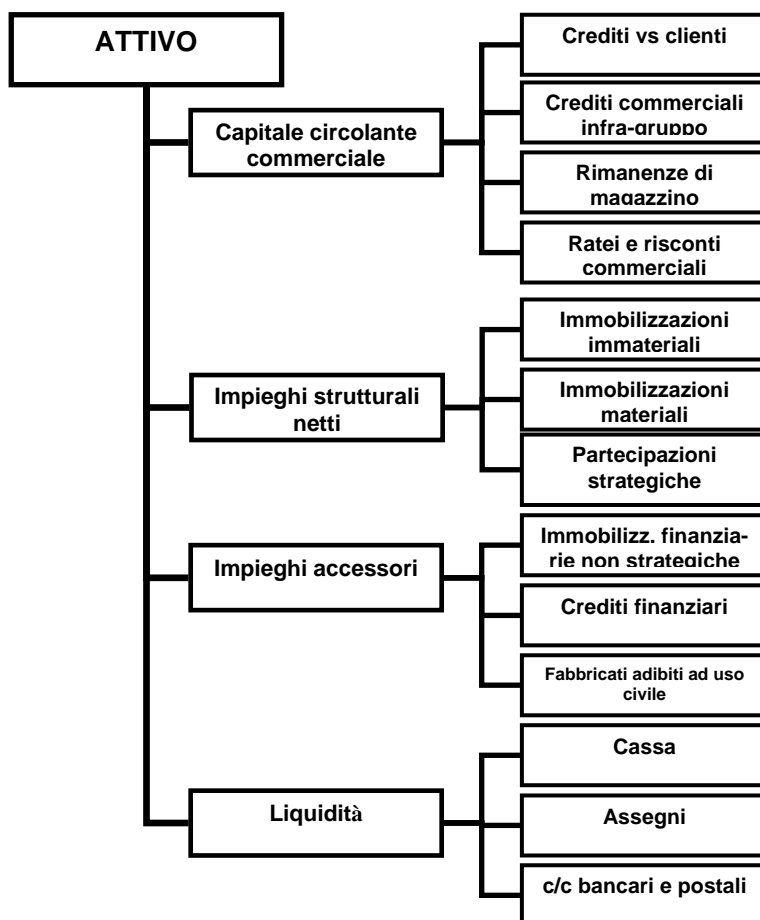
Lo stato patrimoniale riclassificato secondo il criterio gestionale abbraccia una logica legata alla natura dell'investimento o della fonte.

Gli impieghi sono studiati nella loro destinazione funzionale. Se relativi a beni necessari per il corretto svolgimento del ciclo produttivo aziendale parliamo di *investimenti operativi*; per contro se relativi ad impieghi non legati al ciclo produttivo si parla di *impieghi finanziari o extra-caratteristici*.

Le fonti di finanziamento sono suddivise a seconda che la loro insorgenza sia riconducibile o meno allo svolgimento del processo produttivo. I debiti sorti nel corso del normale ciclo di acquisto-produzione-vendita sono fonti operative; le posizioni accese per volontà di reperire fonti di finanziamento esterne da investire nell'azienda sono fonti finanziarie; infine troviamo le poste di patrimonio netto.

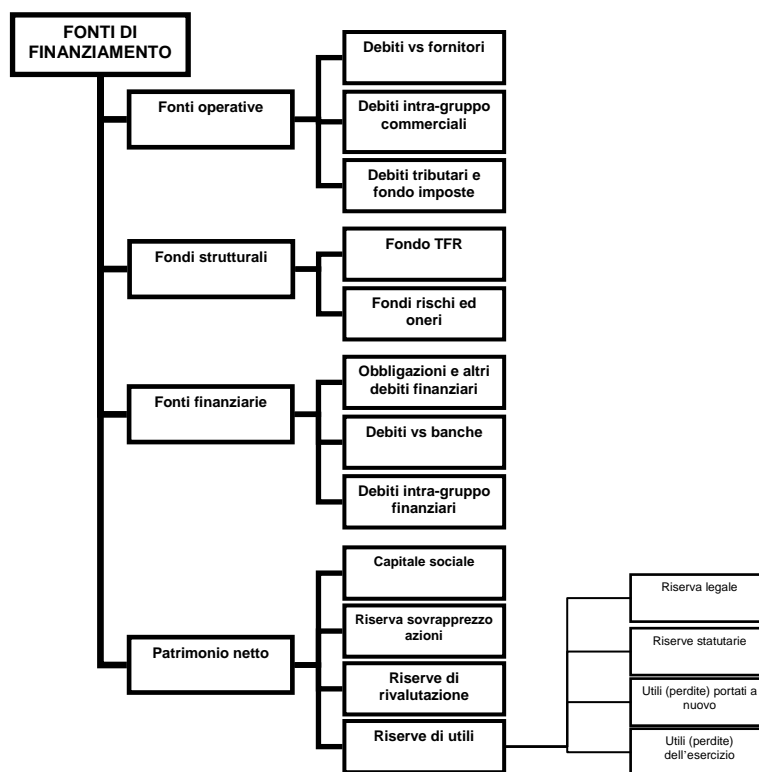
La procedura operativa di riclassificazione segue dunque una logica funzionale.

Nella pratica è necessario riorganizzare le voci in base: a) al loro coinvolgimento nell'attività operativa tipica dell'impresa; b) alla loro rotazione, distinguendo tra impieghi e fonti circolanti e strutturali.



Gli impieghi sono suddivisi, nell'ordine, in:

- *impieghi operativi a rapido rigiro*: in questo insieme troviamo i crediti verso clienti, i crediti di natura commerciale verso controllate, collegate, consociate e controllanti, le rimanenze di materie prime, prodotti finiti, semilavorati e in corso di lavorazione, gli acconti a fornitori, i crediti verso altri se di natura commerciale, i ratei e risconti commerciali;
- *impieghi strutturali operativi*: all'interno di questo aggregato sono incluse tutte le poste dell'attivo immobilizzato destinate ad essere impiegate nel ciclo produttivo aziendale, quali le immobilizzazioni immateriali, le immobilizzazioni materiali (a meno che non abbiano la natura di puro investimento accessorio) e parte delle immobilizzazioni finanziarie. A tal riguardo, va specificato che gli impieghi finanziari immobilizzati vanno inseriti in questo aggregato solo se relativi a partecipazioni in imprese dalla connotazione strategica per l'attività dell'azienda. Non andranno invece inserite poste relative a partecipazioni detenute al solo fine di investimento finanziario;
- *impieghi accessori*: tale insieme include tutti gli investimenti effettuati al di fuori dell'attività caratteristica d'impresa, quali ad esempio gli investimenti in imprese non operanti nell'attività dell'azienda (non strategiche), le immobilizzazioni non adibite ad uso industriale, i crediti verso controllate, collegate, consociate e controllanti di natura finanziaria, gli altri titoli e le partecipazioni detenute per investimento;
- *liquidità*: si compone del saldo cassa, assegni e c/c bancari e postali, nonché delle attività finanziarie non immobilizzate prontamente liquidabili.



Le fonti sono suddivise, nell'ordine, in:

- *fonti operative*: all'interno troviamo i debiti verso fornitori, gli acconti da clienti, i debiti verso imprese controllate, collegate, consociate e controllanti di natura commerciale, i debiti tributari e verso istituti di previdenza sociale, il fondo imposte se relativo ad imposte derivanti dall'attività tipica (sono ad esempio escluse le quote del fondo imposte sorte a seguito di accertamenti, ispezioni e sanzioni);
- *fonti strutturali*: tipicamente si tratta delle voci relative ai fondi rischi e oneri ed al trattamento di fine rapporto. Non mancano indicazioni in dottrina che propendono per l'inclusione di tale elemento patrimoniale nelle passività operative; tuttavia tali fondi, pur avendo una valenza operativa, sono di regola caratterizzati da una connotazione strutturale (ad esempio, il fondo TFR è legato al lavoro, tipicamente una componente della "struttura" dell'azienda). Ciò induce a considerare tali elementi nelle fonti strutturali e non nel passivo commerciale;
- *fonti finanziarie*: sono composte da tutte quelle voci passive di natura finanziaria, senza distinzione di scadenza. Troviamo all'interno le obbligazioni (anche convertibili), i debiti verso soci ed altri finanziatori, i debiti verso banche e la quota dei debiti verso controllate, collegate, consociate e controllanti di natura finanziaria;
- *fonti legate al capitale di rischio*: comprendono tutte le voci di patrimonio netto, quali capitale sociale, riserve relative all'emissione di azioni con sovrapprezzo, riserve di capitale

relative a rivalutazione dei cespiti aziendali, riserve di utili per legge, per statuto o per volontà assembleare e l'utile dell'esercizio analizzato.

A partire da questa configurazione di stato patrimoniale è possibile determinare alcuni aggregati atti ad esprimere, da un lato, il peso del capitale operativo a rapido e lento rigiro investito in azienda; dall'altro la composizione delle fonti di finanziamento tra capitale proprio e capitale di terzi a prestito.

La prima fase richiede lo spostamento delle passività operative nell'attivo con segno inverso, da portarsi a nettare le attività operative. Da tale differenza prende forma il **capitale circolante netto commerciale**, espressivo del capitale a rapido rigiro investito nell'attività tipica dell'impresa.

Il capitale circolante netto commerciale, specie se è determinata la sua variazione nel tempo, è un importante indicatore del ciclo monetario della gestione, intimamente legato allo svolgimento del processo produttivo. Tipicamente le imprese che hanno la capacità di incassare a pronti i corrispettivi per la vendita dei propri prodotti e hanno la forza contrattuale di pagare i propri fornitori in dilazione sono in grado di non assorbire liquidità nello svolgimento dell'attività produttiva, anzi di generarne da poter impiegare in altri ambiti gestionali. Per contro le imprese che presentano un ciclo monetario positivo in quanto pur pagando a dilazione i fornitori non riescono ad incassare a pronti i corrispettivi delle proprie vendite, necessitano di ulteriori risorse finanziarie a fronte di un accrescimento di volumi di vendita.

La presenza di capitale circolante netto commerciale positivo è una peculiarità propria delle imprese industriali, poiché l'avvio del processo produttivo implica il sostenimento di costi la cui manifestazione monetaria è antecedente all'incasso dei corrispettivi delle vendite.

Il secondo aggregato che può essere determinato è ottenuto portando le fonti strutturali a deduzione degli investimenti strutturali, così da individuare l'aggregato **investimenti strutturali netti**. Tale valore identifica le attività immobilizzate che sono strumentali allo svolgimento del processo produttivo, al netto delle fonti che per loro natura assumono la caratterizzazione di passività consolidata.

La somma del capitale circolante netto commerciale e degli investimenti strutturali netti permette di determinare il **capitale investito nella gestione operativa** (COIN). Tale valore differisce dal totale attivo dello stato patrimoniale civilistico, in quanto comprensivo dei soli impieghi relativi all'attività tipica senza comprendere gli investimenti accessori o extra-operativi.

Infine è prassi portare la cassa e le attività finanziarie liquide a deduzione delle fonti finanziarie, individuando in questo modo un aggregato che prende il nome di **posizione finanziaria netta**. La

posizione finanziaria netta è atta a misurare l'esposizione che la società presenta verso finanziatori terzi e può essere determinata nella configurazione infra-gruppo o extra-gruppo. La liquidità è portata a deduzione delle fonti finanziarie per la considerazione che potrebbe essere impiegata per ridurre l'esposizione verso i portatori di capitale di prestito.

Gli spostamenti di voci sopra descritti devono essere operati con attenzione poiché, sebbene agevolino la lettura, contribuiscono alla perdita di informazioni o all'errata comprensione di fenomeni patrimoniali e qualora il dato ottenuto risulti fuorviante può essere utile mantenere una loro esposizione separata.

4.2.1. L'analisi di bilancio di Maflow S.p.A.

L'analisi dei risultati economico-finanziari effettuata attraverso la lettura dei bilanci passati, rappresenta un metodo efficace per cristallizzare l'origine e la dinamica degli equilibri economici di un'azienda.

L'analisi di bilancio effettuata sulla Maflow S.p.A. è stata condotta sui dati contabili relativi al periodo 2005-2008. Lo scopo perseguito è quello di evidenziare le variazioni più significative nel periodo considerato attraverso i dati storici desumibili dai bilanci della Società.

Si è provveduto alla riclassificazione del conto economico della Maflow S.p.A. secondo il modello a valore aggiunto.

Il Conto Economico di Maflow S.p.A.

L'analisi economica prende in considerazione il periodo 2005-2008.

Attualmente l'attività della Società è svolta in 2 stabilimenti e precisamente:

- Trezzano sul Naviglio, superficie coperta pari a circa 14.000 mq, dove sono svolte le attività di lavorazione di tubi in acciaio e alluminio e assemblaggio degli stessi con i tubi di gomma provenienti dallo stabilimento di Ascoli Piceno, nonché attività di ricerca, sviluppo e qualità per l'intero Gruppo Maflow. Le attività sono certificate ISO TS 16949:2002;
- Ascoli Piceno, superficie coperta pari a circa 12.000 mq, dove sono svolte le attività produttive inerenti ai tubi in gomma (sia vulcanizzata che "green") che vengono poi rivenduti sia alle altre società del Gruppo Maflow per l'assemblaggio, sia a terzi. Le attività sono certificate ISO TS 16949:2002.

Nella tabella seguente viene rappresentata una riclassificazione, secondo lo schema a valore aggiunto, dei dati di conto economico desunti dai bilanci civilistici individuali approvati della Società.

**Conto Economico Maflow S.p.A. riclassificato secondo lo schema
a valore aggiunto per gli esercizi dal 2005 al 2008.**

MAFLOW S.P.A.								
CONTO ECONOMICO								
	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%
A VALORE AGGIUNTO								
Ricavi netti	69.803.652	98,56%	63.146.705	98,55%	64.646.410	88,78%	53.237.406	88,87%
(+) Altri ricavi	1.163.343	1,64%	320.172	0,50%	6.555.235	9,00%	5.803.794	9,69%
(+/-) variazione rimanenze di prodotti finiti	(143.315)	-0,20%	(818.207)	-1,28%	410.191	0,56%	(291.094)	-0,49%
(+) Costi capitalizzati	0	0,00%	1.429.922	2,23%	1.201.978	1,65%	1.153.083	1,92%
<i>A) Produzione dell'esercizio</i>	<i>70.823.680</i>	<i>100,00%</i>	<i>64.078.592</i>	<i>100,00%</i>	<i>72.813.814</i>	<i>100,00%</i>	<i>59.903.189</i>	<i>100,00%</i>
(-) Acquisti di merce	(31.595.427)	-44,61%	(30.911.504)	-48,24%	(34.491.798)	-47,37%	(29.616.132)	-49,44%
(-) Acquisti di servizi	(14.295.668)	-20,18%	(13.049.831)	-20,37%	(16.643.258)	-22,86%	(18.051.156)	-30,13%
(-) Godimento beni di terzi (affitti/leasing)	(556.168)	-0,79%	(560.384)	-0,87%	(650.130)	-0,89%	(1.435.947)	-2,40%
(-) Oneri diversi di gestione	(639.711)	-0,90%	(475.211)	-0,74%	(768.114)	-1,05%	(405.039)	-0,68%
(+/-) variazione di rimanenze di materie prime	(226.326)	-0,32%	(81.463)	-0,13%	543.709	0,75%	(874.137)	-1,46%
<i>B) Costi della produzione</i>	<i>(47.313.300)</i>	<i>-66,80%</i>	<i>(45.078.393)</i>	<i>-70,35%</i>	<i>(52.009.591)</i>	<i>-71,43%</i>	<i>(50.382.411)</i>	<i>-84,11%</i>
VALORE AGGIUNTO (A+B)	23.510.380	33,20%	19.000.199	29,65%	20.804.223	28,57%	9.520.778	15,89%
(-) Salari, stipendi e contributi	(18.331.124)	-25,88%	(18.244.283)	-28,47%	(19.349.372)	-26,57%	(13.657.893)	-22,80%
(-) Accantonamento al TFR	(1.106.388)	-1,56%	(1.143.573)	-1,78%	(1.198.335)	-1,65%	(955.468)	-1,60%
(-) altri costi del personale	0	0,00%	(256)	0,00%	(400.881)	-0,55%	(324.889)	-0,54%
<i>C) Costo del lavoro</i>	<i>(19.437.512)</i>	<i>-27,44%</i>	<i>(19.388.112)</i>	<i>-30,26%</i>	<i>(20.948.588)</i>	<i>-28,77%</i>	<i>(14.938.250)</i>	<i>-24,94%</i>
MARGINE OPERATIVO LORDO (A+B+C) = EBITDA	4.072.868	5,75%	(387.913)	-0,61%	(144.365)	-0,20%	(5.417.472)	-9,04%
(-) Accantonamenti al FSC	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
(-) Altri Accantonamenti	(315.327)	-0,45%	(380.000)	-0,59%	(1.331.983)	-1,83%	(490.000)	-0,82%
(-) Ammortamento beni materiali	(3.189.517)	-4,50%	(1.367.719)	-2,13%	(1.355.089)	-1,86%	(1.318.750)	-2,20%
(-) Ammortamento beni immateriali	(6.870.263)	-9,70%	(6.853.593)	-10,70%	(6.583.494)	-9,04%	(6.579.325)	-10,98%
<i>D) Accantonamenti e ammortamenti</i>	<i>(10.375.107)</i>	<i>-14,65%</i>	<i>(8.601.312)</i>	<i>-13,42%</i>	<i>(9.270.566)</i>	<i>-12,73%</i>	<i>(8.388.075)</i>	<i>-14,00%</i>
RISULTATO OPERATIVO NETTO (A+B+C+D) = EBIT	(6.302.239)	-8,90%	(8.989.225)	-14,03%	(9.414.931)	-12,93%	(13.805.547)	-23,05%
(-) Oneri finanziari	(3.702.704)	-5,23%	(4.795.990)	-7,48%	(6.402.691)	-8,79%	(8.043.735)	-13,43%
(+) Proventi finanziari	18.495.873	26,12%	17.988.718	28,07%	1.088.326	1,49%	378.852	0,63%
(+/-) utili (perdite) su cambi	1.111	0,00%	(2.306)	0,00%	283.044	0,39%	959.088	1,60%
<i>E) Saldo gestione finanziaria</i>	<i>14.794.280</i>	<i>20,89%</i>	<i>13.190.422</i>	<i>20,58%</i>	<i>(5.031.321)</i>	<i>-6,91%</i>	<i>(6.705.795)</i>	<i>-11,19%</i>
REDDITO CORRENTE	8.492.041	11,99%	4.201.197	6,56%	(14.446.252)	-19,84%	(20.511.342)	-34,24%
(-) Oneri straordinari	(36.214.122)	-51,13%	(931.537)	-1,45%	(278.054)	-0,38%	(84.391.644)	-140,88%
(+) Proventi straordinari	698.448	0,99%	691.393	1,08%	6.130.352	8,42%	881.330	1,47%
<i>F) Saldo gestione straordinaria</i>	<i>(35.515.674)</i>	<i>-50,15%</i>	<i>(240.144)</i>	<i>-0,37%</i>	<i>5.852.298</i>	<i>8,04%</i>	<i>(83.510.314)</i>	<i>-139,41%</i>
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	(27.023.633)	-38,16%	3.961.053	6,18%	(8.593.954)	-11,80%	(104.021.656)	-173,65%
(-) Ires e Irap correnti	(798.215)	-1,13%	(604.553)	-0,94%	(688.971)	-0,95%	19.699	0,03%
(-) Ires e Irap differita / anticipata	(116.992)	-0,17%	(698.286)	-1,09%	(986.488)	-1,35%	957.977	1,60%
<i>G) Oneri tributari</i>	<i>(915.207)</i>	<i>-1,29%</i>	<i>(1.302.839)</i>	<i>-2,03%</i>	<i>(1.675.459)</i>	<i>-2,30%</i>	<i>977.676</i>	<i>1,63%</i>
RISULTATO NETTO	(27.938.840)	-39,45%	2.658.214	4,15%	(10.269.413)	-14,10%	(103.043.980)	-172,02%

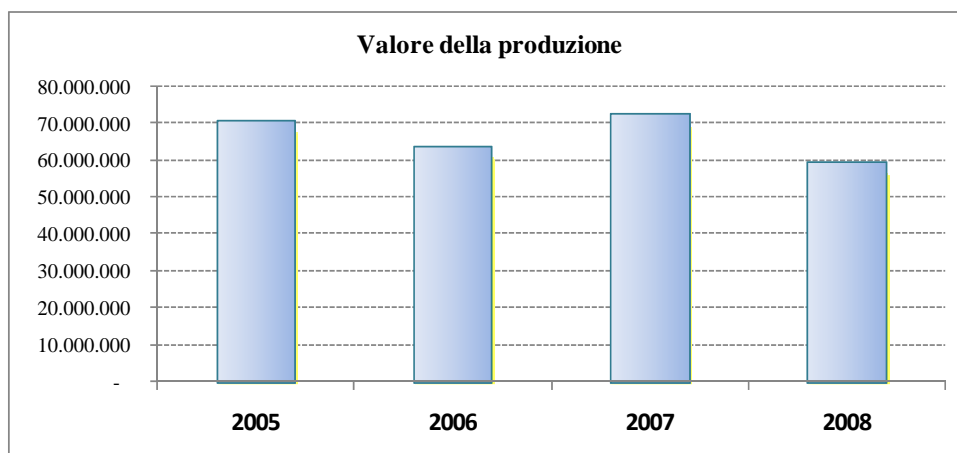
Valori espressi in migliaia di euro

Fonte: elaborazione bilanci dal 2005 al 2008 Maflow S.p.A.

a) Il valore della produzione.

Il primo livello di analisi riguarda il valore della produzione.

Di seguito si espone l'andamento del valore della produzione per gli esercizi dal 2005 al 2008.



Valori espressi in euro

Fonte: elaborazione bilanci dal 2005 al 2008 Maflow S.p.A.

Il calo del fatturato dell'esercizio 2008 è da imputare, sulla base delle indicazioni fornite dal *management* della Società, alla crisi che ha investito il mercato globale e al deterioramento del settore *automotive* a partire dalla seconda metà dell'anno. In particolar modo il CAGR (tasso di crescita annua) dei ricavi delle vendite nel periodo 2005-2008 è negativo, pari a circa -8,64%. È peraltro evidente il calo dei ricavi nell'ultimo esercizio, inferiori di circa Euro 11,4 milioni rispetto al 2007 (riduzione che, in termini percentuali, corrisponde ad una diminuzione pari a circa il 18%). I dati del triennio precedente 2005-2007 evidenziavano un decremento del fatturato più contenuto (fatturato 2007: Euro 64,6 milioni; fatturato 2005: Euro 69,8 milioni).

A livello geografico, dalla suddivisione dei ricavi si evince che solo il 9% del fatturato 2008 è realizzato in Italia, mentre per la restante parte è realizzato nei paesi dell'U.E. (82%) e nei paesi Extra U.E. (8%).

La tabella seguente mostra il dettaglio delle vendite negli ultimi due esercizi: è evidente, relativamente al dato di fatturato relativo all'esercizio 2007, la sostanziale predominanza del fatturato verso terzi rispetto ai ricavi infragruppo; la riduzione significativa (pari al 23%) rispetto all'anno precedente determina nell'esercizio 2008 la sostanziale eguaglianza tra i ricavi verso terzi e ricavi infragruppo: nel 2008 il fatturato verso terzi è circa il 53% del totale, mentre il dato infragruppo è pari al 46% circa del dato complessivo.

	2007	%	2008	%
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	64.646.410	100%	53.237.406	100%
Vendite Infragrupo	27.284.464	42%	24.483.329	46%
Vendite Terzi	36.811.468	57%	28.396.178	53%
Realizzazione attrezzature	421.660	1%	119.447	0%
Vendite materie prime e scarti	128.818	0%	238.452	0%

Valori espressi in euro

Fonte: elaborazione bilancio 2008 Maflow S.p.A.

b) Altri ricavi.

Questa voce ha impatto non trascurabile sul valore della produzione di Maflow S.p.A., come evidenziano gli importi degli ultimi quattro esercizi riepilogati nella tabella seguente:

Altri Ricavi e Proventi	€
2005	1.163.343
2006	320.172
2007	6.555.235
2008	5.803.794

Fonte: bilanci dal 2005 al 2008 Maflow S.p.A.

Come si evince dai dati di bilancio, la voce “*altri ricavi e proventi*” rappresenta nel corso degli ultimi due esercizi rispettivamente il 9,0% e il 9,7% del valore della produzione.

Sulla base delle indicazioni fornite dagli amministratori in nota integrativa, la composizione di questa voce nel corso del 2007 e del 2008 è caratterizzata principalmente da servizi di *headquarter* prestati a favore delle società controllate (MAN Servizi S.r.l.), la quale a sua volta “ribalta” alle società del Gruppo (compresa la stessa Maflow S.p.A.) i servizi centralizzati dietro pagamento di un canone annuo ⁽⁸⁾. Tali prestazioni sono state determinate nel rispetto del principio “*arm’s lenght*” istituito dalle Direttive OCSE in materia di *transfer pricing*.

c) Costi per acquisto materie prime.

Dai dati di bilancio dell’esercizio 2008 si evince che i costi per materie prime hanno subito una considerevole riduzione (pari a circa Euro 5 milioni) rispetto al 2007, mentre in termini percentuali la riduzione è stata superiore al 14%.

⁽⁸⁾ Si veda a tal proposito il successivo punto d) del presente paragrafo inerente ai costi per servizi.

Ciononostante, l'incidenza percentuale sul valore della produzione di tali costi è aumentata passando dal 47,4% del 2007 al 49,4% del 2008; questo dato evidenzia quindi come la Società non sia stata in grado di bilanciare la riduzione del valore della produzione avvenuta nel 2008 (circa il 18%) con la riduzione del costo di acquisto delle materie prime (14%); l'effetto di tale dinamica comporta l'incremento dell'incidenza dei costi di acquisto di materie prime e la conseguente riduzione della marginalità.

d) Costi per servizi.

Per quanto concerne questa tipologia di costi, si registra un incremento significativo nel 2008 (pari all'8% rispetto all'anno precedente). L'incidenza dei costi sul valore della produzione presenta un *trend* crescente nel corso degli ultimi tre esercizi considerati, passando dal 20,4% del 2006 al 22,9% del 2007 per giungere al 30,1% del 2008.

L'incremento in valore assoluto dei costi per servizi nell'ultimo esercizio è di circa Euro 1,4 milioni: in particolare c'è un aumento significativo dei rapporti infragrupo, che passano da Euro 2,4 milioni del 2007 a Euro 6,1 milioni nel 2008. Infatti la sola voce “*servizi intercompany*” rappresenta circa il 34% del totale dei costi per servizi (15% nell'esercizio 2007).

L'incremento in termini assoluti dei costi per servizi nel 2008, correlato alla diminuzione di fatturato rispetto al precedente, porta ad un peggioramento dell'incidenza di tale voce sul valore della produzione: si passa infatti da un rapporto pari al 22,9% del 2007 a un rapporto pari al 30,1% nel 2008. Per quanto riguarda invece le principali riduzioni, si registra una diminuzione nel 2008 rispetto all'esercizio precedente sia delle consulenze (da Euro 2,7 milioni a Euro 1,9 milioni) che del costo per il personale interinale, che passa da Euro 1,9 milioni a Euro 1,1 milioni.

I dati seguenti, desunti dal bilancio di Maflow S.p.A. al 31/12/2008, mostrano la composizione (in percentuale rispetto al totale) dei costi per servizi, evidenziando come la maggior parte di essi sia relativa ai servizi forniti da altre società del Gruppo.

Costi per servizi	2007	2008
Servizi intercompany	15%	34%
Spese per lavorazioni presso terzi	7%	5%
Energia elettrica	8%	9%
Servizi industriali	8%	8%
Manutenzioni	7%	5%
Consulenze	16%	11%
Compensi a società di revisione	1%	1%
Trasporti su vendite	10%	6%
Assicurazioni	1%	1%
Spese viaggi e soggiorni	9%	8%
Provvigioni	1%	1%
Pubblicità	0%	0%
Personale interinale	11%	6%
Compensi a sindaci	0%	0%
Spese telefoniche	2%	2%
Altre prestazioni di servizi	4%	3%

Fonte: bilancio 2008 Maflow S.p.A.

La dinamica dei costi per servizi *intercompany* è fortemente influenzata dall'operazione di conferimento, da parte di Maflow S.p.A. (socio unico) a favore della controllata Man Servizi S.r.l., avvenuta nel dicembre 2007 con efficacia a partire dal 1° gennaio 2008, avente ad oggetto il ramo aziendale rappresentato dalle attività di “*headquarter*”. In particolare è stato individuato il ramo aziendale dei servizi “*corporate*”, che comprende anche alcune attrezzature, il personale dipendente dedicato (ivi compreso il Fondo Trattamento Fine Rapporto del medesimo personale), nonché le partite debitorie e creditorie connesse.

A seguito di tale descritta operazione, l'attività di MAN Servizi S.r.l., che già prestava servizi di direzione con attività di consulenza tecnica e di gestione di servizi a favore della controllante Maflow S.p.A. e di alcune società estere del Gruppo, si è incrementata in misura rilevante, in quanto sono state concentrate su di essa tutte le aree funzionali (precedentemente allocate nella controllante capogruppo Maflow S.p.A.) destinate a svolgere servizi comuni al Gruppo, quali R&D, Risorse umane, Acquisti, Finanza e Controllo, Legale, Logistica, IT, ed altre. È stato quindi ridefinito, per adeguarlo alle nuove funzioni e compiti, l'accordo di “*management service*” precedentemente già sottoscritto con alcune società del gruppo, prevedendo una ripartizione dei costi di gruppo (maggiorato di uno *spread*) sulla base del valore aggiunto delle singole società che beneficiano dei servizi di *headquarter*. Nello specifico, al fine di agevolare la lettura delle dinamiche economiche derivanti dagli accordi di “*management service*”, si riportano i ricavi per “*management fees*” della MAN Servizi S.r.l. (di conseguenza, costi per servizi per le

società beneficiarie del Gruppo) registrati nell'esercizio 2008, desunti dal bilancio separato ufficiale approvato di MAN Servizi S.r.l.:

- Maflow S.p.A.: Euro 5.100 mila
- Maflow France S.a.: Euro 1.550 mila
- Maflow Polska Sp.zo.o: Euro 8.075 mila
- Maflow Iberica: Euro 678 mila

Infine, è opportuno segnalare che è stato inoltre definito un accordo tra la controllante capogruppo Maflow S.p.A. e la controllata MAN Servizi S.r.l., per la prestazione di servizi specifici ad alcuni progetti di ricerca (B-Cool, SMA e LOW *Emission*), specificamente addebitati a Maflow S.p.A. per un importo pari a Euro 995 mila nell'esercizio 2008.

Relativamente ai suddetti rapporti *intercompany* di “*management service*”, dalla nota integrativa e dalla relazione sulla gestione della controllata MAN Servizi S.r.l. si evince che le operazioni commerciali concluse nel corso dell'esercizio 2008 con le società facenti parte del gruppo sono avvenute a condizioni sostanzialmente in linea con quelle di mercato, tenuto conto delle “*guidelines*” OCSE in materia di *transfer pricing*.

e) Valore aggiunto e costi del personale.

Il valore aggiunto, rappresentativo della parte di reddito a disposizione dell'azienda dopo aver ripagato i costi operativi, al fine di remunerare i fattori produttivi interni, registra una sostanziale riduzione nel 2008: in termini assoluti si attesta Euro 9,5 milioni nell'esercizio 2008 rispetto al valore di Euro 20,8 milioni del 2007 (in termini relativi si riduce dal 28,6% al 15,9% del valore della produzione).

Come analizzato in precedenza, i motivi della riduzione della valore aggiunto in termini assoluti sono da ricercare principalmente nel calo di fatturato, accompagnato da una riduzione non altrettanto significativa dei costi di acquisto di materie prime e dall'incremento dei costi per servizi. La riduzione del valore aggiunto in termini relativi rispetto al valore della produzione è dovuta soprattutto all'incremento dell'incidenza del costo di approvvigionamento delle materie prime, all'evoluzione dei costi per servizi incrementatisi nel 2008 (soprattutto per effetto dei servizi infragruppo), così come degli oneri per godimento beni di terzi ⁽⁹⁾ derivanti

⁽⁹⁾ Si ricorda che la Società sostiene “oneri per godimento beni di terzi”, oltre che in conseguenza della dismissione del complesso immobiliare di Trezzano, anche in forza del contratto di locazione, sottoscritto nell'aprile 2001 avente durata di sette anni (con decorrenza dal 1° maggio 2001) e rinnovabile alla scadenza di ulteriori sette anni, tra Manuli Rubber Industries S.p.A. (venditore) e Manuli Automotive S.p.A. (già Maflow S.p.A.) per un importo

dall'operazione di cessione del complesso immobiliare di Trezzano Sul Naviglio avvenuta nel dicembre 2007, successivamente preso in locazione dalla Società. In conseguenza di tale operazione, sono stati iscritti a conto economico maggiori oneri per godimento beni di terzi derivanti dai canoni di locazione sostenuti ⁽¹⁰⁾, per un importo annuo complessivo pari a Euro 795 mila oltre IVA, in forza del contratto di locazione stipulato in data 10 dicembre 2007 ⁽¹¹⁾. Si precisa che l'immobile menzionato è, a sua volta, oggetto di sublocazione parziale da parte del conduttore Maflow S.p.A. a favore della società Man Servizi S.r.l., in forza del contratto di "office" stipulato nel gennaio 2008 per usufruire della palazzina uffici di Trezzano Sul Naviglio (MI), di alcuni locali nello stabilimento di Ascoli Piceno, unitamente ai relativi servizi (utenze, energia, custodia, ecc). Il canone pattuito ammonta a Euro 962 migliaia, di cui Euro 124 migliaia per la sublocazione degli spazi e Euro 838 migliaia per i servizi aggiuntivi (guardiania, custodia, pulizie, magazzino, uso dei materiali di consumo, delle auto aziendali, dei mobili, arredi, linee telefoniche e attrezzature per l'attività di ricerca e sviluppo).

Per quanto concerne i costi per il personale, presentano una diminuzione nel corso dell'ultimo anno oggetto di analisi, sia in termini assoluti che in termini percentuali (incidenza sul valore della produzione). Il costo del lavoro, pari a circa Euro 20,9 milioni nel 2007, si riduce a circa Euro 13,7 milioni nel 2008: l'incidenza sul valore della produzione scende dal 28,8% al 24,9%.

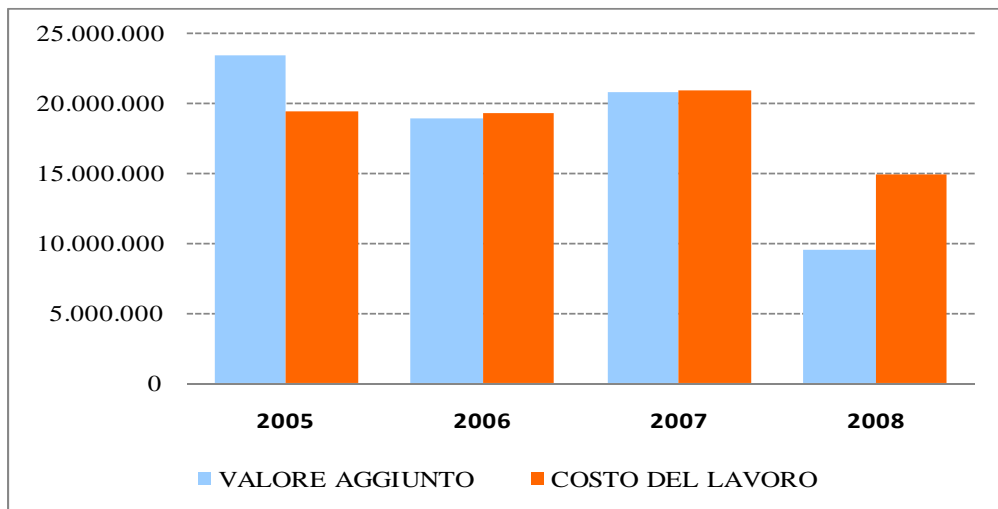
Il motivo di tale calo è dettato dalla riduzione di circa il 17% dell'organico rispetto all'anno precedente (il numero dei dipendenti è passato da 482 a 399), in conseguenza dell'operazione sopra descritta di conferimento, ad opera del socio unico Maflow S.p.A. a favore della controllata Man Servizi S.r.l., avvenuta nel dicembre 2007 con efficacia a partire dal 1° gennaio 2008, avente ad oggetto il ramo aziendale rappresentato dalle attività di "headquarter".

Pur in conseguenza delle dinamiche sopra descritte, come è possibile notare nel grafico sotto riportato, nel periodo oggetto di analisi, ad eccezione del 2005, il valore aggiunto non risulta sufficiente per coprire il costo del lavoro.

complessivo annuo pari a Lire 678.000.000 (circa Euro 350 mila), avente ad oggetto lo stabilimento di Ascoli Piceno.

⁽¹⁰⁾ La riduzione, conseguente alla dismissione del complesso immobiliare, degli ammortamenti, che nell'esercizio 2007 ammontavano a circa Euro 182 mila, ha "contribuito" in misura non sufficiente a coprire i canoni di locazione.

⁽¹¹⁾ Si precisa che per quanto concerne l'esercizio 2007, la sottoscrizione del contratto di locazione è avvenuta nel mese di dicembre ed è stato imputato quale onere di locazione un importo a conguaglio pari a Euro 47.917,80 oltre ad IVA.



Valori espressi in euro

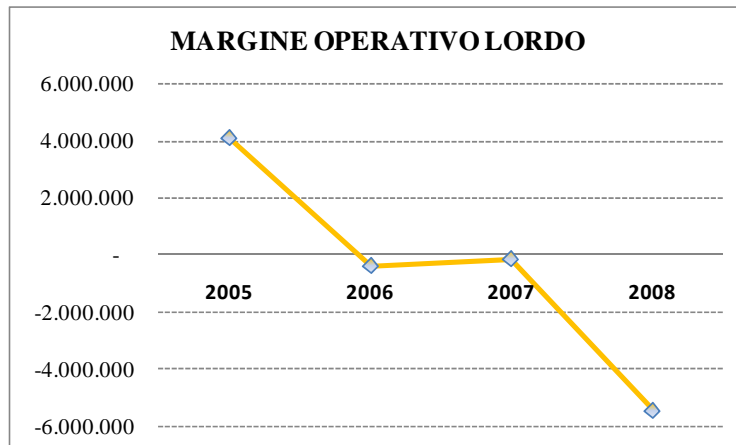
Fonte: bilanci 2005-2008 Maflow S.p.A.

f) Margine Operativo Lordo.

In conseguenza di quanto esposto nella tabella precedente, per effetto della permanenza di un valore aggiunto inferiore al costo del lavoro nel triennio 2006-2008, il margine operativo lordo risulta essere negativo a partire dall'anno 2006, subendo un netto peggioramento nell'ultimo esercizio.

La diminuzione del costo del lavoro non è infatti sufficiente a compensare il calo del valore aggiunto, dovuto principalmente alla riduzione del fatturato e, in secondo luogo, all'incremento dell'incidenza dei costi per materie prime, all'evoluzione del costo per servizi e agli oneri di godimento beni di terzi.

Infatti, come si evince nel grafico, il margine operativo lordo passa da un valore negativo di circa 0,1 milioni di euro del 2007 ad uno di circa 5,4 milioni di euro del 2008.

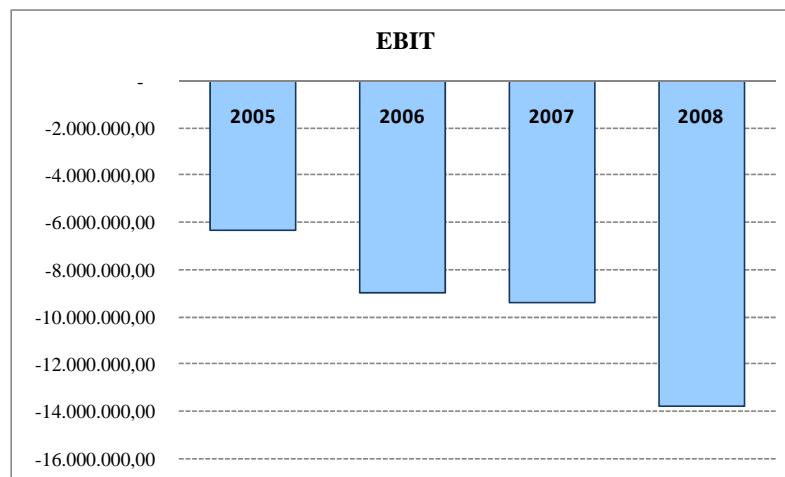


Valori espressi in euro

Fonte: bilanci 2005-2008 Maflow S.p.A.

g) EBIT.

Passando all'analisi dell'EBIT, il risultato operativo netto risulta essere negativo per tutti gli esercizi presi in considerazione, con un *trend* evolutivo rappresentato nel grafico seguente.



Valori espressi in euro

Fonte: bilanci 2005-2008 Maflow S.p.A.

Il risultato operativo netto (EBIT) è dato dalla differenza tra risultato operativo lordo (EBITDA) e alcune componenti di costo di natura non monetaria (ammortamenti e accantonamenti): l'evoluzione di questi costi nell'ultimo esercizio prevede una riduzione rispetto all'esercizio precedente di circa Euro 0,9 milioni, dovuta in particolare alla diminuzione degli ammortamenti delle immobilizzazioni materiali, pari a circa Euro 0,2 milioni, derivante dall'operazione di cessione del complesso immobiliare di Trezzano sul Naviglio avvenuta nel dicembre 2007 ed

alla voce altri accantonamenti, che si riduce da Euro 1,3 milioni nel 2007 a Euro 0,5 milioni nel 2008. La riduzione di quest'ultima voce è da ascrivere al minor accantonamento rispetto all'annualità precedente al fondo garanzia prodotti, accantonato a fronte di oneri da sostenere per adempiere all'impegno di garanzia contrattuale per i prodotti venduti alla data di bilancio.

Nonostante la diminuzione degli accantonamenti al fondo garanzia prodotti, per effetto del sensibile calo di fatturato e dell'evoluzione di alcuni dei costi di produzione, si riscontra comunque nell'esercizio 2008 la contrazione dell'EBIT.

h) Oneri finanziari.

La tabella seguente riepiloga gli oneri finanziari sostenuti dalla Società nel periodo oggetto di analisi.

Oneri Finanziari	Euro
2008	- 8.043.735
2007	- 6.402.691
2006	- 4.795.990
2005	- 3.702.704

Fonte: bilanci dal 2005 al 2008 Maflow S.p.A.

Del totale di circa Euro 8,0 milioni di interessi sostenuti nel corso dell'esercizio 2008, oltre il 95% (circa Euro 7,8 milioni) è riconducibile a oneri sostenuti per finanziamenti da parte di finanziatori terzi al Gruppo. Nello specifico, gli interessi riconosciuti su debiti per finanziamenti ammontano rispettivamente quanto a circa Euro 5,8 milioni ad interessi passivi su finanziamenti a lungo termine, quanto a circa Euro 1,8 milioni circa ad interessi passivi su finanziamenti di breve termine; infine la restante parte (pari a circa Euro 0,2 milioni) a commissioni, spese bancarie e altri oneri finanziari.

Si ricorda che l'esposizione da cui scaturiscono gli oneri finanziari sopra richiamati sono riconducibili a linee di finanziamento accese nei confronti di intermediari bancari e precisamente:

- quanto ad Euro 74.680 mila, ad un finanziamento del 23 dicembre 2005 con un *pool* di banche guidato da Banco Popolare di Verona e Novara, il cui ammontare massimo può raggiungere Euro 104 milioni e le cui caratteristiche sono così riassumibili ⁽¹²⁾:
 - Euro 40.680 mila in ammortamento con scadenze semestrali fino al 12-12-2012
 - Euro 5 milioni in scadenza al 23-12-2010
 - Euro 10 milioni in scadenza al 23-12-2011
 - Euro 19 milioni in scadenza al 21-12-2012
 - Tasso di interesse applicato: variabile indicizzato all'Euribor 6 m + *spread*
 - Garanzie: privilegio speciale su impianti, macchinari, altre immobilizzazioni materiali e rimanenze, pegno sulle partecipazioni nelle società controllate Maflow Polska Sp.zo.o. e Maflow France S.A.

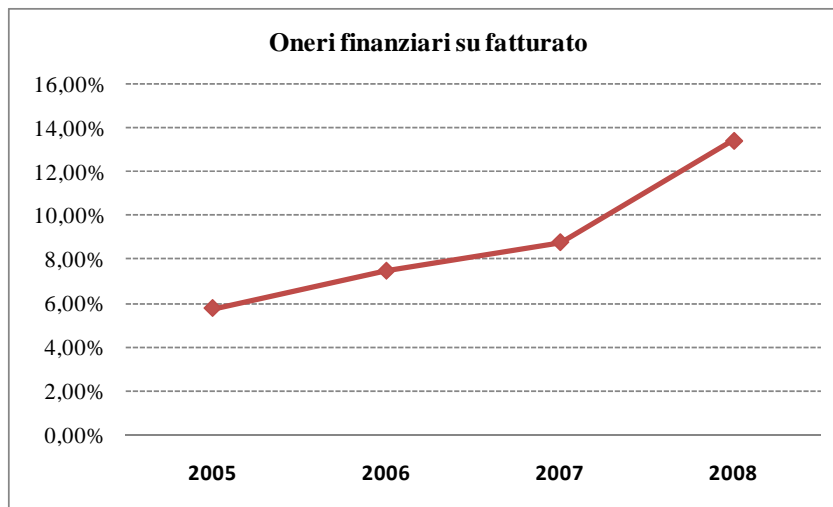
In merito a tale finanziamento, si segnala che, a causa del mancato rimborso della rata semestrale in scadenza al 23 dicembre 2008, gli amministratori hanno ritenuto di operare - nel bilancio separato ufficiale approvato al 31 dicembre 2008 - una riclassificazione dell'intero importo del debito come scadente a breve termine.

- quanto ad Euro 26.030 mila, aperture di credito in conto corrente e finanziamenti a breve, contratti con una pluralità di istituti di credito.

Per quanto concerne le esposizioni debitorie nei confronti delle società del Gruppo, si precisa che esse derivano da finanziamenti ricevuti per Euro 9,9 milioni, da debiti relativi alla restituzione dell'acconto su dividendi ricevuto nel corso dell'esercizio 2008 da Maflow Polska Sp.zo.o. per circa Euro 4,4 milioni in quanto il bilancio della controllata non presenta utili o riserve distribuibili in misura sufficiente a permettere un'effettiva distribuzione del dividendo già anticipato; quanto al residuo, sono relative a normali operazioni commerciali.

Nel grafico seguente è rappresentata l'evoluzione dell'incidenza degli oneri finanziari sul fatturato aziendale per il periodo oggetto di analisi.

⁽¹²⁾ Si segnala che gli importi in scadenza, suddivisi nelle varie *tranches*, del finanziamento con il *pool* di banche riportati nelle note di commento al bilancio 2008 sono i medesimi dell'esercizio 2007; in conseguenza, non si giunge a quadratura rispetto al totale indicato nella medesima nota di commento. Il dato presentato nella presente relazione è tratto da informazioni gestionali raccolte presso la Società.



Fonte: bilanci dal 2005 al 2008 Maflow S.p.A.

L'incidenza risulta essere in crescita nel periodo analizzato con un significativo incremento nel 2008 dovuto all'aumento, rispetto al 2007, sia degli interessi passivi su finanziamenti di breve (da circa Euro 1,0 milioni a circa Euro 1,8 milioni) che degli interessi passivi su finanziamenti di lungo termine (da circa Euro 5,0 milioni a circa Euro 5,8 milioni).

i) Gestione straordinaria.

La gestione straordinaria presenta nell'esercizio 2008 un risultato fortemente negativo, pari a circa Euro 83,5 milioni, mentre tale gestione evidenziava nel 2007 un risultato positivo di circa Euro 5,9 milioni (beneficiando della plusvalenza per la vendita dell'immobile sito in Trezzano sul Naviglio, pari a Euro 5,9 milioni).

Tale gestione risente delle svalutazioni effettuate dal *management* in conseguenza del deterioramento delle prospettive di mercato mondiale del settore "*automotive*". In particolare, sulla base di quanto è possibile apprendere dalla nota integrativa relativa all'esercizio 2008, il *management* ha ritenuto, alla luce del venir meno del presupposto della continuità aziendale, di:

- svalutare integralmente il valore delle immobilizzazioni immateriali: quanto ad Euro 34,8 milioni per l'avviamento che trovava origine in bilancio dalla fusione per incorporazione della Società Manuli Automotive S.p.A. avvenuta nel Giugno 2005 (nelle condizioni di mercato attuali non è possibile, secondo il *management*, garantire il ritorno di tale investimento tramite la previsione di flussi economici positivi futuri) e quanto a circa Euro 5,2 milioni per altre immobilizzazioni immateriali;

- svalutare parzialmente il valore delle immobilizzazioni materiali (in particolare le attrezzature industriali e commerciali e gli altri beni per il totale del valore residuo, mentre gli impianti e macchinari specifici al 50% del loro valore residuo) per circa Euro 4,7 milioni, a causa dell'attuale incertezza sulle possibilità di recupero del valore residuo dei cespiti;
- svalutare parzialmente il valore delle partecipazioni, per un importo pari ad Euro 39,5 milioni (comprensivo dell'accantonamento pari a circa Euro 3,4 milioni a fondo rischi per ristrutturazione della società partecipata stanziato nel passivo dello stato patrimoniale), adeguando il valore delle partecipazioni al patrimonio netto delle partecipate; la svalutazione effettuata relativamente alle partecipate Maflow France, Maflow do Brasil Ltda, Maflow Holland NV, Maflow Polska Sp.zo.o, Maflow Components (Dalian) e Maflow Mexico S.A. è motivata, secondo quanto indicato dal *management* in nota integrativa, dal verificarsi di perdite di valore ritenute “durevoli” rispetto al costo iscritto in bilancio, alla luce della crisi globale del settore. L'entità della svalutazione è determinata in base alla stima del valore residuo della società partecipata, adeguando il valore di carico al patrimonio netto contabile. Per quanto riguarda Maflow France e Maflow Holland, poiché il patrimonio netto delle società è negativo, oltre alla svalutazione fino a concorrenza del costo iscritto in bilancio, è stato stanziato nel passivo dello stato patrimoniale un fondo rischi per ristrutturazione della società partecipata di pari importo, per tenere conto dell'onere di ripianamento futuro;
- svalutare le rimanenze finali per un importo pari ad euro 901 mila.

j) Imposte.

Il saldo delle imposte correnti è pari a Euro -19,7 mila, per effetto, sulla base di quanto descritto dagli Amministratori nella nota integrativa, a partire dall'esercizio 2008 dell'“*opzione per l'applicazione del consolidato fiscale nazionale con la controllata MAN Servizi S.r.l.*”

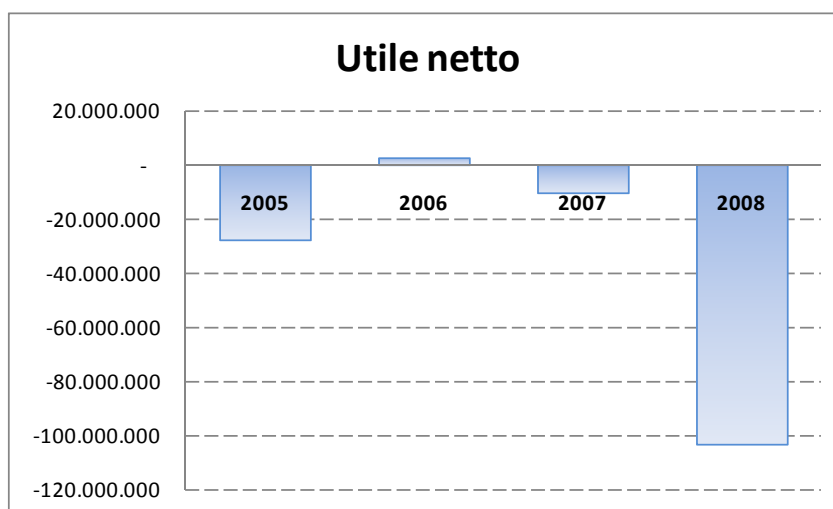
Il consolidato fiscale nazionale evidenzia nel 2008 una perdita complessiva di Euro 4,9 milioni, alla cui generazione MAN Servizi S.r.l. ha apportato utili fiscali per Euro 1,4 milioni”.

Inoltre gli Amministratori, “*per motivi di prudenza*” hanno azzerato gli attivi esistenti al 1° gennaio 2008 per imposte anticipate IRES e integralmente rilasciato il fondo imposte differite IRES, “*in assenza di previsioni di imponibili fiscali futuri e tenuto conto delle perdite fiscali*

IRES accumulate al 31 dicembre 2008". In conseguenza di tali rilasci, il saldo per imposte differite ammonta a Euro -958,0 mila.

k) Utile netto.

Alla luce delle considerazioni esposte in precedenza, è rappresentato nel grafico seguente il risultato netto degli esercizi analizzati.



Valori espressi in euro

Fonte: bilanci dal 2005 al 2008 Maflow S.p.A.

È evidente che l'utile netto dell'esercizio 2008 risente di quanto precedentemente descritto, con una forte influenza derivante dalle svalutazioni effettuate dagli amministratori sulle immobilizzazioni e sulle partecipazioni, con l'evidenziazione di una perdita netta pari a circa Euro 103,0 milioni.

È peraltro di pari evidenza come già l'esercizio 2007 si chiudesse con una significativa perdita netta (circa 10,3 milioni di euro), pur in presenza di un provento straordinario pari a circa Euro 5,9 milioni derivante dalla plusvalenza per la cessione dell'immobile di Trezzano sul Naviglio; la perdita del 2007, maturata in condizioni di mercato non ancora influenzate così significativamente dalla crisi acuitasi nel secondo semestre del 2008, testimonia come il momento di difficoltà della Società sia solo in parte riconducibile all'andamento di variabili esogene (mercato).

4.2.2. L'analisi di bilancio di Maflow Polska Sp.zo.o.

L'analisi economica prende in considerazione il periodo dal 2005 al 2008.

Prima di procedere all'analisi di bilancio vera e propria è opportuno sottolineare come nel corso del 2007 la Società, nell'ambito di una più ampia strategia con l'integrazione del gruppo Codan, abbia visto accrescere notevolmente la propria capacità produttiva con il trasferimento nel secondo stabilimento di Chelmek di tutte le attività di "pre-formatura": in particolare mentre nel 2006 l'attività svolta dal secondo impianto di Chelmek era rivolta quasi esclusivamente alle altre società del Gruppo, nel 2007 questo impianto ha iniziato a fornire direttamente dei clienti terzi.

Attualmente l'attività della Società è svolta in 3 stabilimenti e precisamente:

- Tychy, nei pressi di Katowice, di mq 11.900, dove viene svolta l'attività di produzione di componenti metallici (c.d. *fitting*) e l'assemblaggio finale;
- Chelmeck, nei pressi di Oswiecim, di mq 11.000 (anche noto come Chelmeck 1), dove viene svolta l'attività di produzione di componenti metallici (c.d. *fitting*) e l'assemblaggio finale;
- Chelmeck, nei pressi di Oswiecim, di mq 5.356 (anche noto come Chelmeck 2), dove viene svolta l'attività di vulcanizzazione dei tubi di gomma.

Nella tabella seguente viene rappresentata una riclassificazione, secondo lo schema a valore aggiunto, dei dati di Conto Economico desunti dai bilanci civilistici separati approvati della Società, redatti secondo i principi contabili nazionali definiti nell' *Accounting Act* del 2004: si precisa che il bilancio relativo all'esercizio 2008, al momento della stesura del presente documento, è ancora in bozza (in attesa dell'approvazione) e dunque è suscettibile di possibili variazioni che possono modificare le risultanze numeriche dell'analisi di seguito svolta.

Conto Economico Maflow Polska Sp.zo.o. riclassificato secondo lo schema a valore aggiunto per gli esercizi dal 2005 al 2008 (dati in Migliaia di PLN)

MAFLOW Polska Sp.zo.o								
CONTO ECONOMICO	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%
A VALORE AGGIUNTO								
Ricavi netti	313.391	101%	356.105	97%	513.693	96,05%	498.503	99,59%
(+) Altri ricavi	776	0,25%	8.517	2,32%	9.141	1,71%	11.540	2,31%
(+/-) variazione rimanenze di prodotti finiti	(3.379)	-1,09%	2.891	0,79%	11.961	2,24%	(9.488)	-1,90%
A) <i>Produzione dell'esercizio</i>	310.787	100,00%	367.512	100,00%	534.795	100,00%	500.555	100,00%
(-) Acquisti di merce	(167.719)	-53,97%	(206.898)	-56,30%	(351.186)	-65,67%	(326.781)	-65,28%
(-) Acquisti di servizi	(18.742)	-6,03%	(24.326)	-6,62%	(79.238)	-14,82%	(83.129)	-16,61%
(-) Godimento beni di terzi (affitti/leasing)	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
(-) Oneri diversi di gestione	(4.733)	-1,52%	(6.360)	-1,73%	(6.366)	-1,19%	(10.547)	-2,11%
B) <i>Costi della produzione</i>	(191.194)	-61,52%	(237.583)	-64,65%	(436.790)	-81,67%	(420.457)	-84,00%
VALORE AGGIUNTO (A+B)	119.594	38,48%	129.929	35,35%	98.006	18,33%	80.097	16,00%
(-) Salari, stipendi e contributi	(30.506)	-9,82%	(37.619)	-10,24%	(70.380)	-13,16%	(82.551)	-16,49%
C) <i>Costo del lavoro</i>	(30.506)	-9,82%	(37.619)	-10,24%	(70.380)	-13,16%	(82.551)	-16,49%
MARGINE OPERATIVO LORDO (A+B+C) = EBITDA	89.088	28,67%	92.310	25,12%	27.625	5,17%	(2.454)	-0,49%
(-) Ammortamento beni materiali	(14.211)	-4,57%	(11.883)	-3,23%	(14.275)	-2,67%	(15.195)	-3,04%
D) <i>Accantonamenti e ammortamenti</i>	(14.211)	-4,57%	(11.883)	-3,23%	(14.275)	-2,67%	(15.195)	-3,04%
RISULTATO OPERATIVO NETTO (A+B+C+D) = EBIT	74.877	24,09%	80.427	21,88%	13.350	2,50%	(17.649)	-3,53%
(-) Oneri finanziari	(2.584)	-0,83%	(2.588)	-0,70%	(6.202)	-1,16%	(25.790)	-5,15%
(+) Proventi finanziari	250	0,08%	1.180	0,32%	995	0,19%	1.014	0,20%
E) <i>Saldo gestione finanziaria</i>	(2.334)	-0,75%	(1.408)	-0,38%	(5.206)	-0,97%	(24.777)	-4,95%
REDDITO CORRENTE	72.543	23,34%	79.020	21,50%	8.144	1,52%	(42.426)	-8,48%
F) <i>Saldo gestione straordinaria</i>	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	72.543	23,34%	79.020	21,50%	8.144	1,52%	(42.426)	-8,48%
G) <i>Oneri tributari</i>	(2.963)	-0,95%	(12.578)	-3,42%	(1.501)	-0,28%	(2.149)	-0,43%
RISULTATO NETTO	69.579	22,39%	66.441	18,08%	6.643	1,24%	(44.575)	-8,91%

Fonte: elaborazione bilanci dal 2005 al 2008 Maflow Polska Sp.zo.o.

a) Il valore della produzione.

Il primo livello di analisi riguarda il valore della produzione, composto in misura rilevante dai ricavi delle vendite. La variazione delle rimanenze di prodotti finiti e gli altri ricavi risultano avere un impatto marginale sulla formazione del valore della produzione. Per quanto riguarda la voce degli altri ricavi, secondo le indicazioni del *management*, essi sono principalmente legati allo sgravio fiscale riconosciuto per le attività d'impresa nelle *Special Economic Zone*, pari al 75% del capitale investito fino al 31 dicembre 2006. In questo caso la Società segue i principi contabili internazionali IFRS e registra annualmente un ricavo, stornando il risconto passivo precedentemente iscritto, per il periodo di vita del bene oggetto di investimento.

Di seguito si espone la composizione del valore della produzione per gli esercizi dal 2005 al 2008.

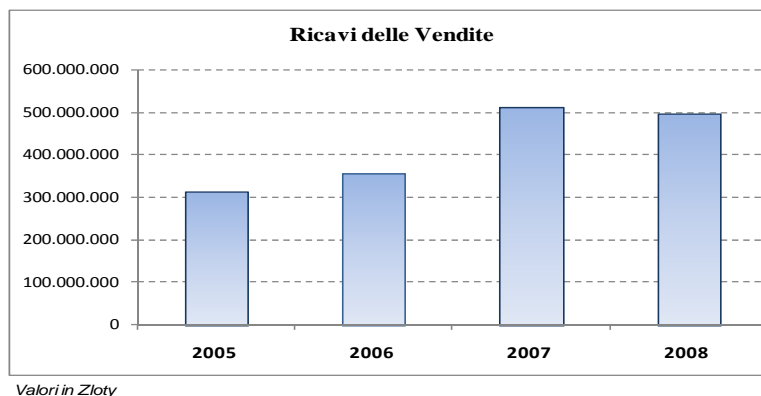
Valore della Produzione	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%
Ricavi netti	313.391	97,48%	356.105	96,90%	513.693	96,05%	498.503	99,59%
Altri ricavi	11.495	3,58%	8.517	2,32%	9.141	1,71%	11.540	2,31%
variazione rimanenze di prodotti finiti	(3.379)	-1,05%	2.891	0,79%	11.961	2,24%	(9.488)	-1,90%
Produzione dell'esercizio	321.507	100,00%	367.512	100,00%	534.795	100,00%	500.555	100,00%

Valori in Migliaia di Zloty

Fonte: elaborazione bilanci dal 2005 al 2008 Maflow Polska Sp.zo.o.

I ricavi dalle vendite mostrano nel 2006 e nel 2007 un aumento rispettivamente di circa il 13,6% e di circa il 44,3% rispetto al periodo precedente ⁽¹³⁾, mentre nel 2008 segnano una diminuzione di circa il 3,0% rispetto al periodo precedente, raggiungendo un valore prossimo ai PLN 500 milioni. La leggera diminuzione del fatturato dell'esercizio 2008 è da imputare, principalmente, sulla base delle indicazioni fornite dal *management* della Società, al deterioramento del settore *Automotive* ed in particolare al calo degli ordinativi, avvenuto soprattutto nell'ultimo trimestre dell'anno, che ha coinvolto il gruppo Maflow nel suo complesso.

Di seguito si espone l'andamento dei ricavi dalle vendite per gli esercizi dal 2005 al 2008.



Valori in Zloty

Fonte: elaborazione bilanci dal 2005 al 2008 Maflow Polska Sp.zo.o.

In base alle informazioni presenti nei bilanci civilistici separati della Società, anche se il bilancio dell'esercizio 2008 al momento della stesura del presente documento non è stato ancora approvato, la composizione del fatturato mostra che:

⁽¹³⁾ Si ricorda che la comparazione dei dati relativi agli esercizi 2007-2006 deve tenere conto del trasferimento nel secondo stabilimento di Chelmek, nell'ambito di una più ampia strategia con l'integrazione del gruppo Codan, di tutte le attività di "pre-formatura", che a partire dall'esercizio 2007 ha iniziato a fornire direttamente dei clienti terzi.

- la parte più rilevante è composta dalla vendita di prodotti finiti mentre la vendita di materie prime è marginale rispetto al valore complessivo, con una percentuale che si aggira intorno al 2-3% del fatturato complessivo;

Suddivisione Fatturato								
	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%
Prodotti Finiti	309.046	98,61%	348.946	97,99%	499.234	97,19%	486.637	97,62%
Materie Prime	4.345	1,39%	7.159	2,01%	14.459	2,81%	11.865	2,38%
Totale	313.391	100,00%	356.105	100,00%	513.693	100,00%	498.503	100,00%

Valori in Migliaia di Zloty

Fonte: elaborazione bilanci dal 2005 al 2008 Maflow Polska Sp.zo.o.

- le vendite dei prodotti finiti effettuate verso le altre società del Gruppo mantengono nel corso degli anni, in valore assoluto, un ammontare pressoché costante pari a circa PLN 50 milioni, ma registrano una diminuzione di circa quattro punti percentuali dell'ammontare complessivo di fatturato, in conseguenza del forte aumento dei ricavi verso terzi registrato nel 2006 e nel 2007;

Suddivisione Fatturato dei Prodotti finiti								
	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%
Inter.-company	45.740	14,80%	44.036	12,62%	56.332	11,28%	52.967	10,88%
Clienti terzi	263.306	85,20%	304.910	87,38%	442.902	88,72%	433.670	89,12%
Totale	309.046	100,00%	348.946	100,00%	499.234	100,00%	486.637	100,00%

Valori in Migliaia di Zloty

Fonte: elaborazione bilanci dal 2005 al 2008 Maflow Polska Sp.zo.o.

- a livello geografico, il mercato nazionale polacco rappresenta un mercato di secondaria importanza rispetto al mercato estero. Si evidenzia però che la percentuale delle vendite sul mercato domestico rispetto alle vendite complessive aumenta nel corso degli esercizi presi in esame, passando dal 1,9% del 2005 al 11,4% del 2008 principalmente per effetto dell'aumento delle vendite di prodotti finiti a clienti locali;

Suddivisione Fatturato per area geografica								
	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%
Nazionale	5.666	1,81%	20.361	5,72%	48.890	9,52%	56.852	11,40%
Export	307.725	98,19%	335.745	94,28%	464.803	90,48%	441.650	88,60%
Totale	313.391	100,00%	356.105	100,00%	513.693	100,00%	498.503	100,00%

Valori in Migliaia di Zloty

Suddivisione Fatturato Prodotti Finiti								
	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%
Nazionale	4.846	1,57%	19.172	5,49%	45.773	9,17%	55.139	11,33%
Export	304.200	98,43%	329.774	94,51%	453.461	90,83%	431.498	88,67%
Totale	309.046	100,00%	348.946	100,00%	499.234	100,00%	486.637	100,00%

Valori in Migliaia di Zloty

Suddivisione Fatturato Materie Prime								
	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%
Nazionale	820	18,88%	1.189	16,60%	3.117	21,56%	1.713	14,44%
Export	3.525	81,12%	5.971	83,40%	11.342	78,44%	10.152	85,56%
Totale	4.345	100,00%	7.159	100,00%	14.459	100,00%	11.865	100,00%

Valori in Migliaia di Zloty

Fonte: elaborazione bilanci dal 2005 al 2008 Maflow Polska Sp.zo.o.

- le vendite sono costantemente concentrate, nel corso degli anni presi in esame, nel *business* degli impianti di condizionamento.

Suddivisione Prodotti Finiti per tipologia								
	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%
air conditioning	301.316	97,50%	341.261	97,80%	479.972	96,14%	451.173	92,71%
power steering	6.134	1,98%	3.324	0,95%	2.668	0,53%	20.737	4,26%
active supervision	1.051	0,34%	901	0,26%	672	0,13%	97	0,02%
rubber	0	0,00%	2.814	0,81%	12.464	2,50%	12.821	2,63%
other	545	0,18%	645	0,18%	3.457	0,69%	1.809	0,37%
totale	309.046	100,00%	348.946	100,00%	499.233	100,00%	486.637	100,00%

Valori in Migliaia di Zloty

Suddivisione di Materie Prime per tipologia								
	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%
Tooling	3.122	71,85%	4.807	67,15%	5.357	37,05%	6.224	52,46%
Other Materials	1.223	28,15%	2.352	32,85%	9.102	62,95%	5.641	47,54%
Totale	4.345	100,00%	7.159	100,00%	14.459	100,00%	11.865	100,00%

Valori in Migliaia di Zloty

Fonte: elaborazione bilanci dal 2005 al 2008 Maflow Polska Sp.zo.o.

b) Costi della produzione.

La percentuale dei costi della produzione segna un deciso aumento nel periodo oggetto di esame, passando da circa il 59,5% del 2005 a circa l'84,0% nel 2008.

Questo aumento è dovuto principalmente agli acquisti di materie prime (comprendente le voci di “*materials and energy*” e “*cost of merchandise and raw materials sold*”), che passano dal 52,2% rispetto al valore della produzione del 2005 al 65,3% del 2008, e per gli acquisti di servizi (comprendenti le voci di “*external services*”), che registrano un aumento sempre rispetto al valore della produzione dal 5,8% al 16,6%. Secondo le informazioni forniteci dal *management* della Società, questo aumento è riconducibile ad una serie di cause tra le quali la principale riguarda il verificarsi di inefficienze dovute soprattutto all'aumento della complessità gestionale per il crescente numero di clienti forniti e per l'elevato *turnover* nel *management* locale. Queste inefficienze hanno portato all'aumento dei costi per materie prime e prodotti finiti, per trasporti eccezionali e per il lavoro dipendente. Si deve infine sottolineare che la variazione del rapporto di cambio tra EUR/PLN può incidere anche in misura sensibile sulle analisi delle *performance* degli anni presi in esame, dal momento che la società sostiene parte dei propri costi di produzione in valuta locale e vende i propri prodotti in Euro.

Infine gli oneri diversi di gestione (che comprendono le voci di “*taxes and charges*”, “*other expenditures*” e “*other operating expenses*”) passano da PLN 4.733 migliaia, pari all'1,5% del valore della produzione del 2005, a PLN 10.547 migliaia, pari al 2,1% del valore della produzione del 2008. Si ritiene necessario sottolineare come siano inclusi in questa voce anche dei costi relativi alla svalutazione di *non-financial assets* pari a PLN 419 migliaia nel 2008, PLN 160 migliaia nel 2007 e PLN 2.071 migliaia nel 2006. Mentre dal 2005 al 2007 la voce relativa agli altri costi operativi registra degli importi sostanzialmente bassi, nel 2008 presenta invece un valore pari a PLN 2.715 migliaia composto principalmente, secondo le indicazioni del *management*, da una nota di credito verso Maflow Components Iberica SL (PLN 2.000 migliaia) e da costi di liquidazione degli *asset* (PLN 749 migliaia).

La tabella nel seguito riportata riepiloga le componenti dei costi di produzione per gli esercizi dal 2005 al 2008 di Maflow Polska Sp.zo.o.

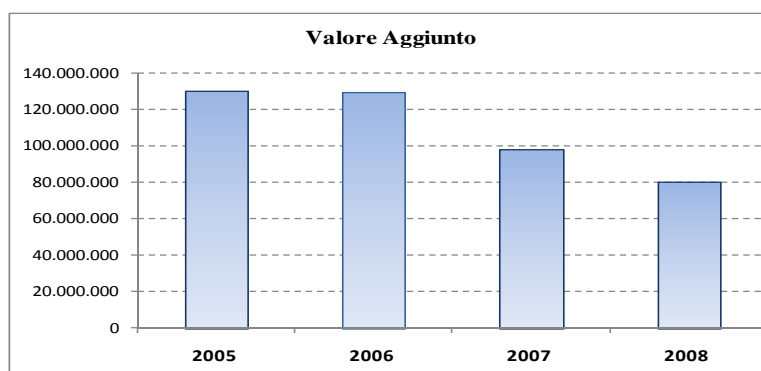
Costi della produzione	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%
Acquisti di merce	(167.719)	-52,17%	(206.898)	-56,30%	(351.186)	-65,67%	(326.781)	-65,28%
Acquisti di servizi	(18.742)	-5,83%	(24.326)	-6,62%	(79.238)	-14,82%	(83.129)	-16,61%
(-) Godimento beni di terzi (affitti/leasing)	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Oneri diversi di gestione	(4.733)	-1,47%	(6.360)	-1,73%	(6.366)	-1,19%	(10.547)	-2,11%
(+/-) variazione di rimanenze di materie prime	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Costi della produzione	(191.194)	-59,47%	(237.583)	-64,65%	(436.790)	-81,67%	(420.457)	-84,00%

Valori in Migliaia di Zloty

Fonte: elaborazione bilanci dal 2005 al 2008 Maflow Polska Sp.zo.o.

Le dinamiche sopra riportate dei ricavi e dei costi consentono di ottenere un valore aggiunto pari al 16,0% del valore della produzione nel 2008, in netto peggioramento rispetto al valore del 2005 pari PLN 130,31 migliaia e al 40,5% del valore della produzione.

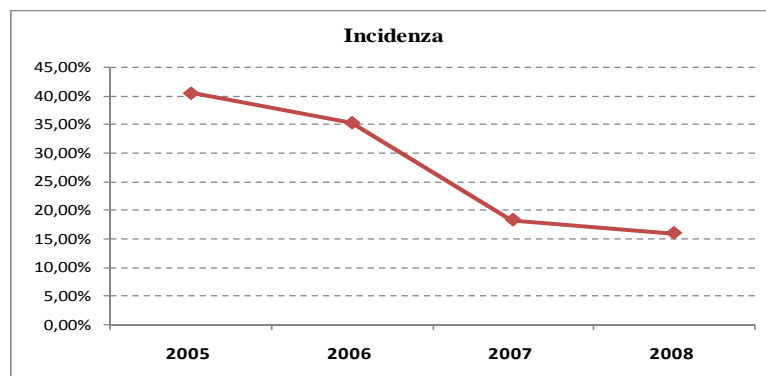
Grafico A



Valori in Zloty

Fonte: elaborazione bilanci dal 2005 al 2008 Maflow Polska Sp.zo.o.

Grafico B



Fonte: elaborazione bilanci dal 2005 al 2008 Maflow Polska Sp.zo.o.

c) **Personale.**

Il costo sostenuto dalla Società riferibile al personale mostra un deciso aumento tra il 2006 e il 2007, passando da PLN 37,61 migliaia a PLN 70,38 migliaia, anche a causa dello spostamento di tutte le attività di pre-formatura nell'impianto di Chelmek 2 e all'aumento dei minimi salariali fissati dal governo polacco. Il costo del personale ha continuato ad aumentare anche nel 2008 sia in valore assoluto (pari a PLN 82,55 migliaia) che in termini di incidenza sul valore della produzione (pari al 16,5%) a seguito della crescita dei volumi di produzione che, secondo le indicazioni del *management* della Società, ha determinato il "continuo ricorso al lavoro straordinario dovuto alle inefficienze riscontrate nella programmazione della produzione". Alla data del 28 febbraio 2009 la Società impiega complessivamente 1.856 dipendenti.

La tabella nel seguito riportata riepiloga il costo del personale per gli esercizi dal 2005 al 2008 di Maflow Polska Sp.zo.o.

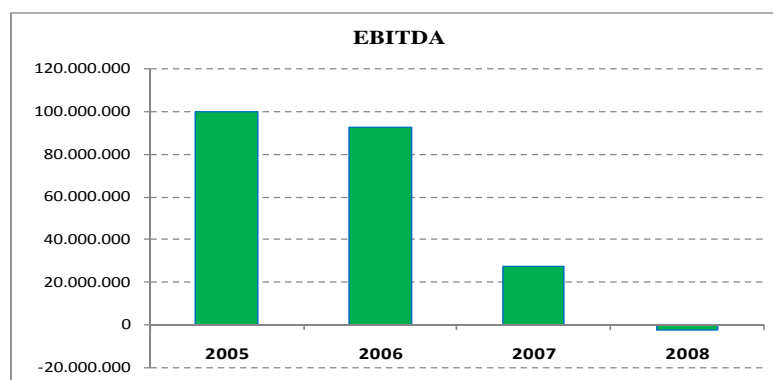
Costo del lavoro	Zloty	%
2005	(30.506)	-9,49%
2006	(37.619)	-10,24%
2007	(70.380)	-13,16%
2008	(82.551)	-16,49%

Valori in Migliaia di Zloty

Fonte: elaborazione bilanci dal 2005 al 2008 Maflow Polska Sp.zo.o.

La riduzione del valore aggiunto nel 2008 non consente di coprire in misura sufficiente il costo del lavoro. Il margine operativo lordo, per la prima volta nel periodo di riferimento, risulta così essere negativo.

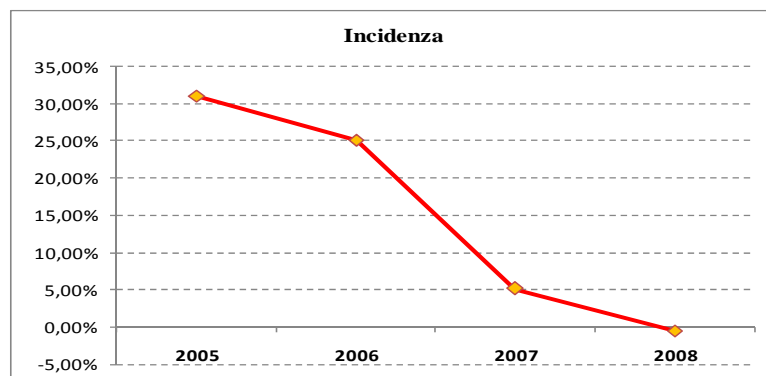
Grafico A



Valori in Zloty

Fonte: elaborazione bilanci dal 2005 al 2008 Maflow Polska Sp.zo.o.

Grafico B



Fonte: elaborazione bilanci dal 2005 al 2008 Maflow Polska Sp.zo.o.

d) Accantonamenti e ammortamenti.

Non si riscontra nei bilanci della società una voce relativa agli accantonamenti.

Per quanto riguarda invece gli ammortamenti, non intervengono particolari variazioni nel corso degli esercizi in esame e si aggirano intorno ad un valore di circa PLN 12-15 milioni. Il peso degli ammortamenti è rimasto sempre ad un livello sostanzialmente basso rispetto al valore della produzione perché gli impianti produttivi di Chelmek 1 e Chelmek 2 sono condotti con un contratto di *leasing*, mentre solo l'impianto di Tychy risulta essere di proprietà della Società ed è soggetto ad ammortamento.

La tabella nel seguito riportata riepiloga il valore degli ammortamenti per gli esercizi dal 2005 al 2008 di Maflow Polska Sp.zo.o.

Ammortamenti e accantonamenti	Zloty	%
2005	(14.211)	-4,42%
2006	(11.883)	-3,23%
2007	(14.275)	-2,67%
2008	(15.195)	-3,04%

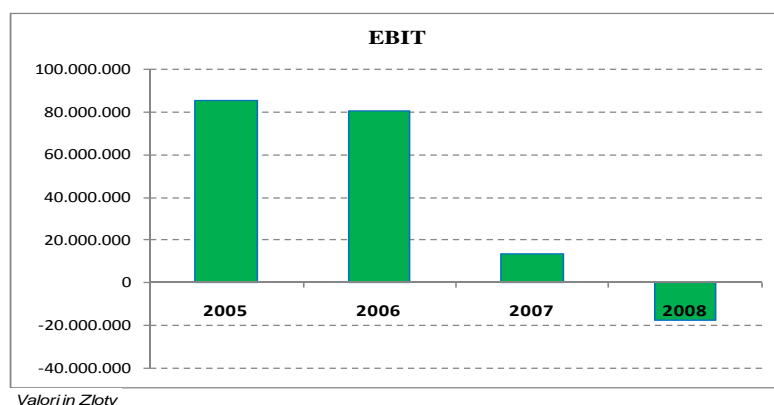
Valori in Migliaia di Zloty

Fonte: elaborazione bilanci dal 2005 al 2008 Maflow Polska Sp.zo.o.

e) EBIT.

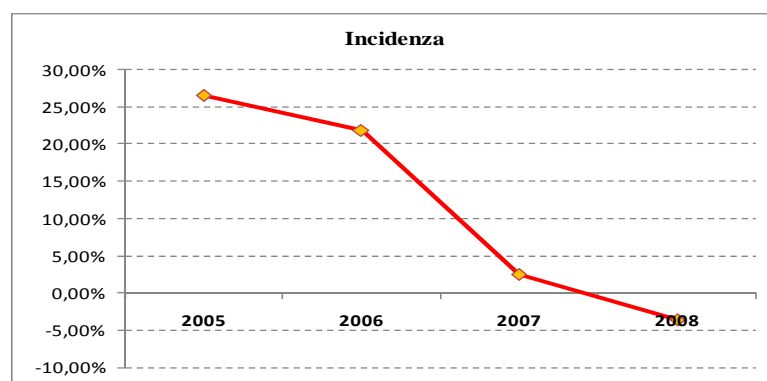
Passando all'analisi dell'EBIT si presenta il grafico del periodo considerato.

Grafico A



Fonte: elaborazione bilanci dal 2005 al 2008 Maflow Polska Sp.zo.o.

Grafico B



Fonte: elaborazione bilanci dal 2005 al 2008 Maflow Polska Sp.zo.o.

Il risultato operativo netto risulta essere negativo solo per l'esercizio 2008, ma già a partire dall'esercizio 2007 aveva registrato un forte ridimensionamento. L'aumento del fatturato nel 2007 non ha infatti portato un miglioramento delle marginalità che, al contrario, si sono ridotte anche in valore assoluto, a causa del maggior aumento del costo delle materie prime, dei servizi e del personale.

Nel 2008 la leggera riduzione che si è registrata nei ricavi dalle vendite, a causa del rallentamento registrato nell'ultima parte dell'anno nel settore *Automotive*, non è stata accompagnata da una contemporanea una riduzione dei costi per servizi e soprattutto del costo del lavoro.

f) Oneri finanziari.

È rappresentato, di seguito, il saldo della gestione finanziaria nei rispettivi esercizi.

Gestione finanziaria	Zloty	%
2005	(2.334)	-0,73%
2006	(1.408)	-0,38%
2007	(5.206)	-0,97%
2008	(24.777)	-4,95%

Valori in Migliaia di Zloty

Fonte: elaborazione bilanci dal 2005 al 2008 Maflow Polska Sp.zo.o.

In ogni esercizio l'ammontare degli oneri finanziari supera il totale dei proventi finanziari così da determinare una esposizione finale sempre negativa verso il sistema bancario. Soprattutto nel 2008 si nota un notevole aumento degli oneri finanziari complessivi per un totale di PLN 25.790 migliaia, contro PLN 1.014 migliaia di interessi positivi. Questo risultato è dovuto all'incremento dei debiti per scoperti di conto corrente, che raggiungono un valore pari a PLN 85.293 migliaia rispetto ai PLN 44.874 migliaia del 2007, sia alla perdita su cambi determinata dalla chiusura anticipata di un contratto derivato di *hedge* sul rischio cambio, sottoscritto ai fini di acquisire copertura dal rischio derivante dall'oscillazione del cambio EUR/PLN.

g) Gestione straordinaria.

Non si rileva alcuna voce relativa alla gestione straordinaria.

h) Imposte.

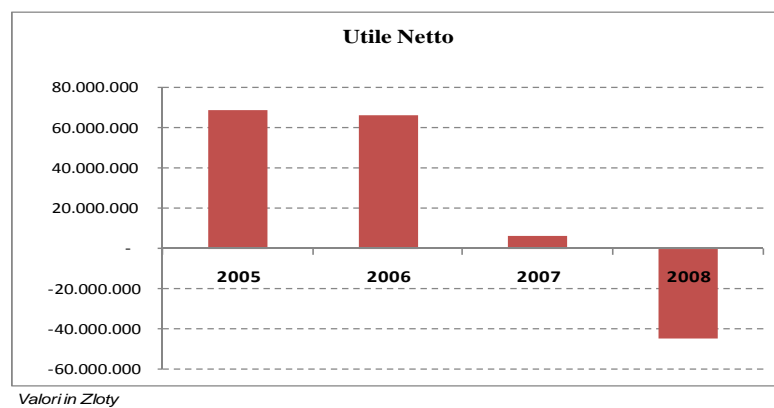
Il risultato degli esercizi in esame è influenzato dall'iscrizione di imposte anticipate relative agli sgravi fiscali riconosciuti per le attività d'impresa in *special economic zone*: lo sgravio fiscale è pari al 75% del capitale investito fino al 31 dicembre 2006. La Società segue in questo caso i principi contabili internazionali IFRS, registrando un credito per imposte anticipate pari all'importo dello sgravio fiscale e registra annualmente un ricavo (stornando il risconto passivo precedentemente iscritto) per il periodo di vita del bene oggetto di investimento. Nel 2006 e nel 2005 la Società presenta un valore delle imposte correnti rispettivamente di PLN 4.104 migliaia e PLN 2650 migliaia, ai quali deve essere aggiunto il saldo delle imposte anticipate e differite: si determina così un valore complessivo delle imposte sul reddito di PLN 12.578 migliaia e PLN 14.274 migliaia. Nel 2008 la Società, invece, presenta un risultato ante imposte negativo che non determina il sostenimento di imposte correnti ma il saldo delle imposte anticipate e differite definisce

un importo complessivo pari a PLN 2.149 migliaia, rispetto a PLN 1.501 migliaia del 2007.

i) Utile netto.

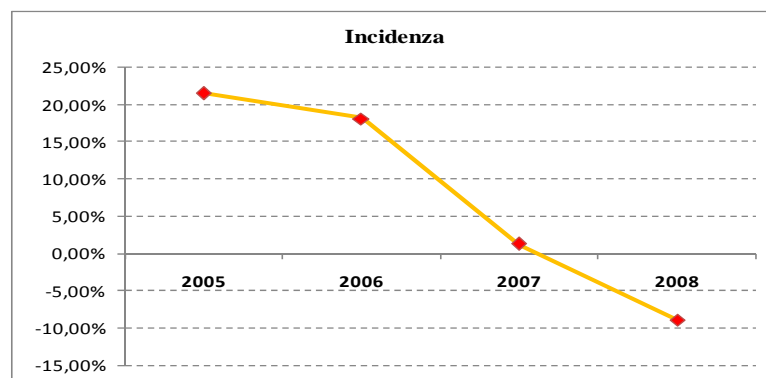
Nel grafico seguente viene mostrato il risultato netto dei quattro esercizi considerati, conseguenza di quanto esposto in precedenza.

Grafico A



Fonte: elaborazione bilanci dal 2005 al 2008 Maflow Polska Sp.zo.o.

Grafico B



Fonte: elaborazione bilanci dal 2005 al 2008 Maflow Polska Sp.zo.o.

4.2.3. L'analisi del bilancio: il Conto Economico Consolidato del Gruppo Maflow.

La presente analisi si basa sul bilancio consolidato del Gruppo Maflow per il periodo 2005-2008. Specifichiamo che il bilancio consolidato è redatto secondo i principi contabili internazionali IAS-IFRS, mentre il bilancio civilistico di Maflow S.p.A., su cui è stata in precedenza eseguita l'analisi di bilancio, è redatto secondo i principi contabili italiani (*local gaap*). La diversa impostazione porta in alcuni casi ad un trattamento contabile differente dei medesimi eventi aziendali della Maflow S.p.A.

Si precisa inoltre che il bilancio consolidato 2008 non è ancora stato ultimato al momento della stesura della presente relazione; è disponibile una bozza (non approvata) degli schemi riassuntivi di stato patrimoniale e conto economico ma non sono ancora state definite le note di commento e la relazione sulla gestione.

Il perimetro di consolidamento

Nella tabella sottostante è riportato il perimetro di consolidamento del Gruppo Maflow con riferimento all'esercizio 2008:

Società	Attività svolta	%	Detenuta da
Man Servizi S.r.l.	Servizi	100%	Maflow S.p.A.
Maflow Polska Sp.z.	Produzione	100%	Maflow S.p.A.
Maflow North America, Inc.	Ufficio tecnico commerciale	100%	Maflow S.p.A.
Maflow de Mexico de C.V.	Produzione	100%	Maflow S.p.A.
Maflow Finance Sp.A.	Servizi	100%	Maflow S.p.A.
Maflow Holland NV	Ufficio tecnico commerciale	100%	Maflow S.p.A.
Maflow France SA	Produzione	100%	Maflow S.p.A.
Maflow Components Iberica SL	Produzione	100%	Maflow France SA
Maflow do Brasil Ltda	Produzione	100%	Maflow S.p.A.
Maflow Components (Dalian) Co., Ltd.	Produzione	100%	Maflow S.p.A.
Maflow Korea Ltd.	Ufficio tecnico commerciale	100%	Maflow S.p.A.
Maflow KK (ufficio tecnico commerciale)	Ufficio tecnico commerciale	100%	Maflow S.p.A.
Maflow Gummi A/S	Sub-holding	100%	Maflow S.p.A.
Codan Gummi A/S	Sub-holding	100%	Maflow Gummi A/S
Codan France Sas	Produzione	100%	Codan Gummi A/S
Codan Rubber A/S	Produzione	100%	Codan Gummi A/S
Codan LingYun Autom. Rubber Hoses Ltd.	Produzione	66%	Codan Gummi A/S
Codan Rubber Ltd.	Produzione	100%	Codan Gummi A/S
Codan Gummi GmbH	Ufficio tecnico commerciale	100%	Codan Gummi A/S
Codan Gummi AB	Ufficio tecnico commerciale	100%	Codan Gummi A/S
Codan Rubber Mexico SA de CV	Produzione	100%	Codan Gummi A/S
Distlan Sa de CV	Produzione	100%	Codan Gummi A/S
Codan Argentina Sa	Produzione	100%	Codan Gummi A/S

Si segnalano le seguenti evoluzioni del perimetro di consolidamento nel periodo oggetto di analisi:

- rispetto al 2007 il perimetro di consolidamento è mutato a fronte della costituzione di una nuova società, la Maflow KK (Giappone), controllata al 100% da Maflow S.p.A.;
- rispetto al 2006 il perimetro è cambiato soprattutto per effetto dell'acquisizione effettuata nel febbraio del 2007 del 100% del capitale della *holding* del Gruppo Codan, la Codan Gummi A/S, una multinazionale danese *leader* nella produzione e commercializzazione di tubi e raccordi di gomma principalmente per il settore dell'*Automotive*. Inoltre, sempre nel maggio del 2007, è stata costituita la Maflow Korea Ltd, controllata anch'essa al 100% da Maflow S.p.A.;
- infine si segnala che rispetto al 2005 il perimetro è mutato per la costituzione nel febbraio del 2006 della società Maflow Mexico SA de C.V., controllata al 100% da Maflow S.p.A. Inoltre, come indicato nella nota integrativa al bilancio 2006, in data 1° luglio 2006 la società Manuli Automotive S.p.A. e le imprese controllate dalla stessa hanno modificato la loro denominazione sociale, come indicato di seguito:

Nome precedente	Nome Attuale
Manuli Automotive S.p.A.	Maflow S.p.A.
Manuli Auto France S.A.	Maflow France S.A.
Manuli Auto Iberica S.L.	Maflow Components Iberica S.L.
Manuli Auto do Brasil Ltda	Maflow do Brasil Ltda
Manuli Auto Holland NV	Maflow Holland NV
Manuli Auto Polska S.p.zo.o.	Maflow Polska S.p.zo.o.
Manuli Automotive Components (Dalian) Co. Ltd.	Maflow Components (Dalian) Co. Ltd.
Manuli Auto North America, Inc.	Maflow North America, Inc.
Manuli Auto International S.p.A.	Maflow Finance S.p.A
Manuflow de Mexico de C.V.	Maflow de Mexico S.A. de C.V.
MAN Servizi S.r.l.	MAN Servizi S.r.l.

Analisi di bilancio: conto economico

Nella tabella seguente viene rappresentata una *riclassificazione*, secondo lo schema a valore aggiunto, dei dati di conto economico desunti dai bilanci consolidati del periodo 2005- 2008.

**Conto Economico consolidato riclassificato secondo lo schema a valore aggiunto
per gli esercizi dal 2005 al 2008.**

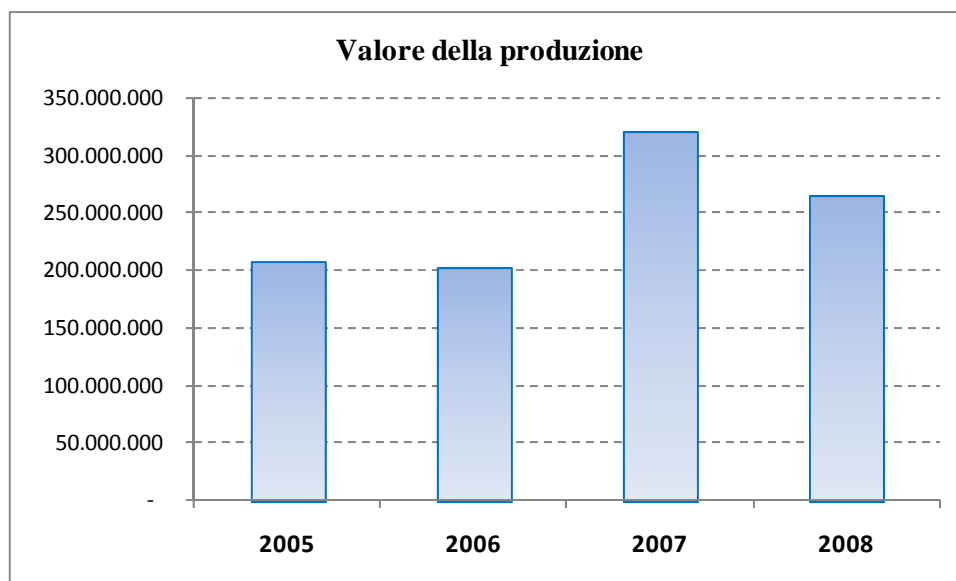
Gruppo Maflow									
CONTO ECONOMICO		2005	%	2006	%	2007	%	2008	%
A VALORE AGGIUNTO									
Ricavi netti		204.613.000	98,57%	198.141.000	97,65%	284.506.000	88,57%	259.222.000	97,55%
(+) Altri ricavi		3.671.000	1,77%	3.213.000	1,58%	35.513.000	11,06%	4.740.000	1,78%
(+/-) variazione rimanenze di prodotti finiti		(1.075.000)	-0,52%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
(+) Costi capitalizzati		370.000	0,18%	1.545.000	0,76%	1.204.000	0,37%	1.762.000	0,66%
<i>A) Produzione dell'esercizio</i>		<i>207.579.000</i>	<i>100,00%</i>	<i>202.899.000</i>	<i>100,00%</i>	<i>321.223.000</i>	<i>100,00%</i>	<i>265.724.000</i>	<i>100,00%</i>
(-) Acquisti di merce		(91.168.000)	-43,92%	(93.568.000)	-46,12%	(152.052.000)	-47,34%	(146.671.000)	-55,20%
(-) Acquisti di servizi		(21.953.000)	-10,58%	(25.756.000)	-12,69%	(41.539.000)	-12,93%	(39.041.000)	-14,69%
(-) Godimento beni di terzi (affitti/leasing)		(1.917.000)	-0,92%	(2.267.000)	-1,12%	(3.714.000)	-1,16%	(4.996.000)	-1,88%
(-) Oneri diversi di gestione		(2.597.000)	-1,25%	(3.734.000)	-1,84%	(7.545.000)	-2,35%	(9.336.000)	-3,51%
<i>B) Costi della produzione</i>		<i>(117.635.000)</i>	<i>-56,67%</i>	<i>(125.325.000)</i>	<i>-61,77%</i>	<i>(204.850.000)</i>	<i>-63,77%</i>	<i>(200.044.000)</i>	<i>-75,28%</i>
VALORE AGGIUNTO (A+B)		89.944.000	43,33%	77.574.000	38,23%	116.373.000	36,23%	65.680.000	24,72%
(-) Salari, stipendi e contributi		(55.575.000)	-26,77%	(59.162.000)	-29,16%	(84.077.000)	-26,17%	(78.997.000)	-29,73%
<i>C) Costo del lavoro</i>		<i>(55.575.000)</i>	<i>-26,77%</i>	<i>(59.162.000)</i>	<i>-29,16%</i>	<i>(84.077.000)</i>	<i>-26,17%</i>	<i>(78.997.000)</i>	<i>-29,73%</i>
MARGINE OPERATIVO LORDO (A+B+C) = EBITDA		34.369.000	16,56%	18.412.000	9,07%	32.296.000	10,05%	(13.317.000)	-5,01%
(-) Altri accantonamenti		(1.988.000)	-0,96%	(9.438.000)	-4,65%	(6.007.000)	-1,87%	1.775.000	0,67%
(-) Ammortamento beni materiali		(10.526.000)	-5,07%	(7.360.000)	-3,63%	(9.981.000)	-3,11%	(17.339.000)	-6,53%
(-) Ammortamento beni immateriali		(876.000)	-0,42%	(796.000)	-0,39%	(462.000)	-0,14%	(5.071.000)	-1,91%
<i>D) Accantonamenti e ammortamenti</i>		<i>(13.390.000)</i>	<i>-6,45%</i>	<i>(17.594.000)</i>	<i>-8,67%</i>	<i>(16.450.000)</i>	<i>-5,12%</i>	<i>(20.635.000)</i>	<i>-7,77%</i>
RISULTATO OPERATIVO NETTO (A+B+C+D) = EBIT		20.979.000	10,11%	818.000	0,40%	15.846.000	4,93%	(33.952.000)	-12,78%
(-) Oneri finanziari		(5.256.000)	-2,53%	(5.428.000)	-2,68%	(7.735.000)	-2,41%	(10.354.000)	-3,90%
(+) Proventi finanziari		483.000	0,23%	770.000	0,38%	423.000	0,13%	1.117.000	0,42%
(+/-) utili (perdite) su cambi		(131.000)	-0,06%	(716.000)	-0,35%	(1.651.000)	-0,51%	(8.695.000)	-3,27%
<i>E) Saldo gestione finanziaria</i>		<i>(4.904.000)</i>	<i>-2,36%</i>	<i>(5.374.000)</i>	<i>-2,65%</i>	<i>(8.963.000)</i>	<i>-2,79%</i>	<i>(17.932.000)</i>	<i>-6,75%</i>
REDDITO CORRENTE		16.075.000	7,74%	(4.556.000)	-2,25%	6.883.000	2,14%	(51.884.000)	-19,53%
(-) Oneri straordinari		0	0,00%	(13.000)	-0,01%	(3.301.000)	-1,03%	(87.357.000)	-32,88%
(+) Proventi straordinari		0	0,00%	0	0,00%	472.000	0,15%	2.336.000	0,88%
<i>F) Saldo gestione straordinaria</i>		<i>0</i>	<i>0,00%</i>	<i>(13.000)</i>	<i>-0,01%</i>	<i>(2.829.000)</i>	<i>-0,88%</i>	<i>(85.021.000)</i>	<i>-32,00%</i>
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE		16.075.000	7,74%	(4.569.000)	-2,25%	4.054.000	1,26%	(136.905.000)	-51,52%
<i>G) Oneri tributari</i>		<i>(5.409.000)</i>	<i>-2,61%</i>	<i>(5.344.000)</i>	<i>-2,63%</i>	<i>1.255.000</i>	<i>0,39%</i>	<i>(350.000)</i>	<i>-0,13%</i>
RISULTATO NETTO		10.666.000	5,14%	(9.913.000)	-4,89%	5.309.000	1,65%	(137.255.000)	-51,65%

Valori espressi in euro

Fonte: elaborazione bilancio consolidato dal 2005 al 2008.

a) Il valore della produzione.

Il primo livello di analisi riguarda il valore della produzione. L'evoluzione del valore della produzione a livello consolidato nel periodo 2005-2008 è rappresentata nello schema seguente:



Valori espressi in euro

Fonte: elaborazione bilancio consolidato dal 2005 al 2008

Una prima lettura del grafico sopra riportato evidenzia l'incremento registrato dal Gruppo nel 2007 (+ 58% rispetto al 2006): il CAGR (tasso di crescita annua) dei ricavi delle vendite nel periodo 2005-2007 risulta essere pari all'11,6%.

L'incremento del valore della produzione registrato nell'esercizio 2007 è dovuto all'acquisizione del gruppo Codan, che ha ampliato il perimetro di consolidamento e determinato quindi un deciso aumento dei ricavi a livello consolidato; secondo quanto indicato in nota integrativa da parte del *management*, nel 2007 si è registrato comunque, rispetto al periodo precedente, indipendentemente dall'acquisizione del Gruppo Codan, un aumento dei volumi del 12%.

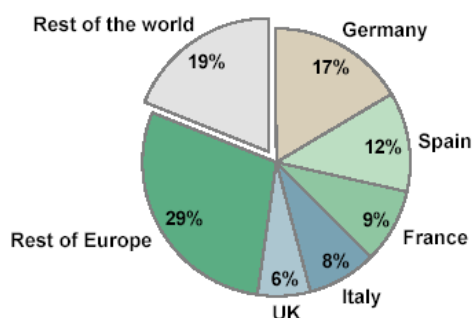
Nell'esercizio 2007, tra gli altri ricavi, che rappresentano l'11% del valore della produzione, rientrano i proventi derivanti dall'aggregazione del Gruppo Codan, pari a circa 30,5 milioni di Euro. Tale importo è pari alla differenza tra il *fair value* del Gruppo Codan (pari a circa 39,5 €mln, secondo quanto indicato nella nota integrativa del bilancio consolidato 2007 del Gruppo Maflow) e l'importo effettivamente sostenuto per l'acquisizione del gruppo stesso (pari a circa 9,1 €mln); il *management* ha ritenuto quindi tale differenza derivante dall'operazione di acquisizione del Gruppo Codan come un "buon affare", imputando direttamente a conto economico nell'esercizio 2007 il relativo provento.

I ricavi delle vendite nel 2008 sono pari a circa Euro 259,2 milioni di euro, in diminuzione del 9% rispetto all'anno precedente. Il decremento del fatturato è principalmente dovuto alla crisi che ha colpito il settore dell'*Automotive* a partire dalla seconda metà del 2008.

Conseguentemente, il CAGR dei ricavi delle vendite del periodo 2005-2008 si è ridotto di quasi 5 punti percentuali, rispetto al medesimo tasso calcolato per il periodo 2005-2007, passando dall'11,6% al 6,9%.

Il grafico sotto riportato indica la scomposizione del fatturato del Gruppo secondo la ripartizione per aree geografiche.

Scomposizione fatturato consolidato 2008 per aree geografiche



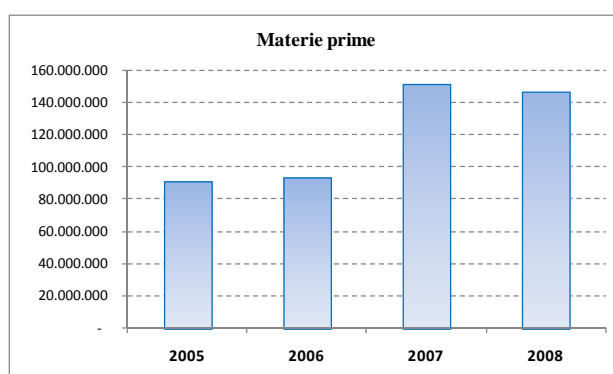
Fonte: elaborazione bilancio consolidato dal 2005 al 2008

I decrementi più significativi nell'ultimo esercizio si sono registrati nell'area Europa; in particolar modo i fatturati di Germania, Francia e Svezia, che rappresentano il 54% del fatturato Europa, hanno subito rispettivamente un calo del 14%, del 25% e del 23% rispetto al 2007.

b) Costi per acquisto materie prime.

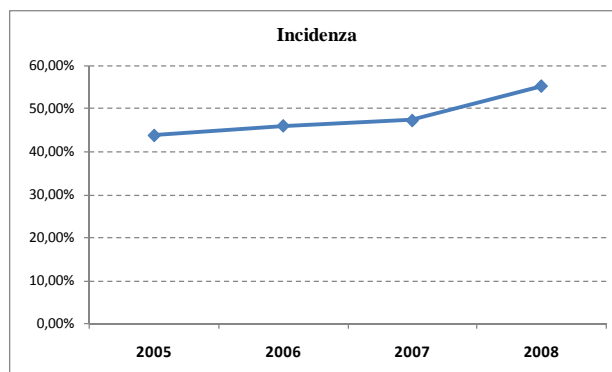
Il grafico sotto riportato evidenzia il valore assoluto dei costi di acquisto di materie prime degli ultimi quattro esercizi a livello consolidato e l'incidenza di tali costi sul valore della produzione.

Grafico A



Valori espressi in euro

Grafico B



Fonte: elaborazione bilancio consolidato dal 2005 al 2008

Si evidenzia come nel corso del 2007 il costo delle materie prime aumenti sensibilmente in valore assoluto (grafico A), passando da un importo pari a circa Euro 93 milioni del 2006 a circa Euro 152 milioni nel 2007; tale incremento, in termini assoluti, è indubbiamente in primo luogo ascrivibile all'operazione di acquisizione del gruppo Codan. Si rileva tuttavia che l'incidenza percentuale del costo delle materie prime rispetto al valore della produzione registra, nelle medesime annualità, un incremento di circa un punto percentuale (47,3% nel 2007 rispetto al 46,1% nel 2006), evidenziando che, oltre ai maggiori acquisti derivanti dall'incremento di perimetro del Gruppo, si sono anche manifestate condizioni peggiori in approvvigionamento.

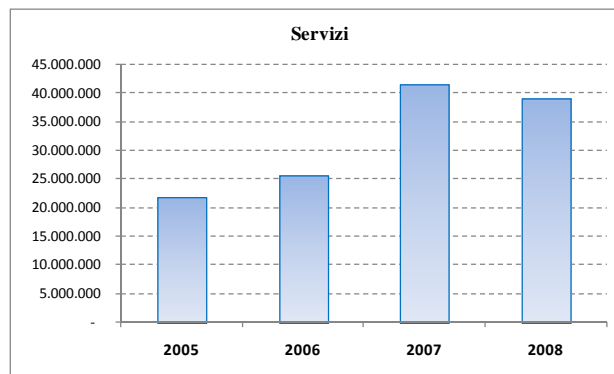
Nel corso del 2008 si registra una riduzione in valore assoluto di circa Euro 5,5 milioni del costo di acquisto delle materie prime, ma l'incidenza media sul valore della produzione (grafico B) cresce ancora significativamente, giungendo al 55,2%. Tale incremento evidenzia quindi una minore marginalità relativa rispetto al 2007, ascrivibile, *inter alia*, oltre che all'incremento generalizzato registrato dai prezzi delle materie prime nel primo semestre del 2008, anche alla condizione di tensione finanziaria del Gruppo che ha inevitabilmente inciso sul potere negoziale nei confronti dei fornitori, unitamente alla diminuzione dei volumi di attività del Gruppo con conseguenti contrazioni degli sconti praticati sulle forniture. Ricordiamo infatti che tale dato relativo è indipendente dalla riduzione dei volumi di vendita che il Gruppo ha conseguito nel corso dell'anno.

Nel 2008, pertanto, a una riduzione dei volumi si associa anche una riduzione della marginalità.

c) Costi per servizi.

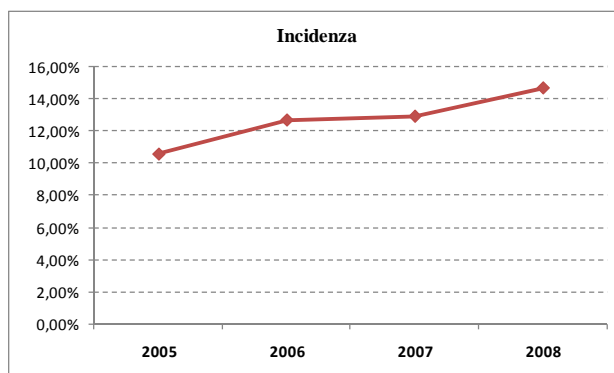
I grafici sotto riportati evidenziano il valore assoluto dei costi per servizi degli ultimi quattro esercizi a livello consolidato e l'incidenza di tali costi sul valore della produzione.

Grafico A



Valori espressi in euro

Grafico B



Fonte: elaborazione bilancio consolidato dal 2005 al 2008

Il Grafico A pone in evidenza per l'anno 2007 un aumento dei costi per servizi, dovuto prevalentemente all'acquisizione del Gruppo Codan. L'incidenza percentuale di tali costi sul valore della produzione (*Grafico B*) risulta essere comunque pressoché inalterata tra il 2006 e il 2007, passando dal 12,7% al 12,9%.

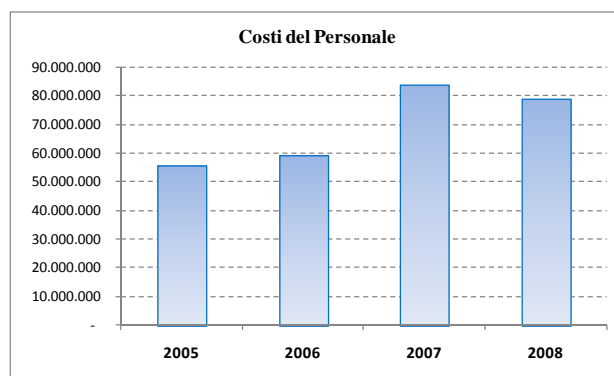
Il calo del 2008 in termini assoluti dei costi per servizi, pari a circa Euro 2,5 milioni rispetto al 2007, non è comunque sufficiente a mantenere costante la loro incidenza sul valore della produzione. Infatti, come si evince dal grafico B, nel 2008 il peso percentuale di tali costi aumenta di quasi due punti percentuali, giungendo al 14,7% nel 2008. Il calo dei costi per servizi nel 2008 è quindi inferiore rispetto alla riduzione di fatturato; in conseguenza, anche per i costi

per servizi si conferma quanto già evidenziato per i costi di acquisto delle materie prime, con un aumento dell'incidenza relativa che va a intaccare la marginalità.

d) Personale.

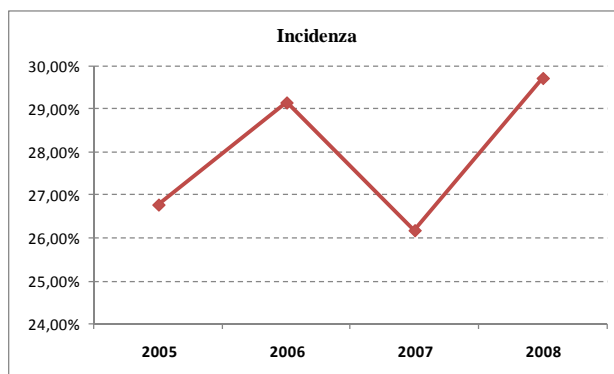
I grafici sotto riportati evidenziano il valore assoluto del costo del personale degli ultimi quattro esercizi a livello consolidato e l'incidenza di tali costi sul valore della produzione.

Grafico A



Valori espressi in euro

Grafico B



Fonte: elaborazione bilancio consolidato dal 2005 al 2008

Nel 2007 il costo del lavoro è aumentato di circa Euro 25 milioni rispetto al dato del 2006. Le ragioni di questo incremento vanno ricondotte non esclusivamente agli effetti derivanti dall'operazione di acquisizione del Gruppo Codan, ma anche ai maggiori costi sostenuti in Polonia a seguito della crescita inaspettata dei volumi di produzione ed all'aumento dei minimi salariali fissati dal governo polacco. Tale dato cresce comunque in misura meno che proporzionale rispetto al totale dei ricavi e quindi l'incidenza media del costo del personale sul

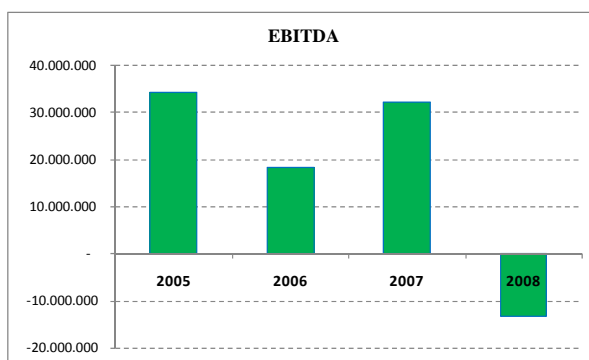
valore della produzione (*Grafico B*) si riduce di circa tre punti percentuali rispetto all'anno precedente.

A causa della crisi che ha colpito, a partire dalla seconda metà del 2008, il settore dell'*automotive*, il Gruppo Maflow ha effettuato una riduzione di circa il 17% del suo organico operativo abbattendo i costi del personale di circa 5 milioni di euro nel corso del 2008 (*Grafico A*). Tuttavia, come si evince dal grafico *B*, l'incidenza media dei costi del personale sul valore della produzione risulta essere superiore rispetto all'esercizio precedente, evidenziando dunque una riduzione dei costi meno che proporzionale rispetto alla riduzione del fatturato e un conseguente decremento della marginalità.

e) Margine Operativo Lordo (EBITDA).

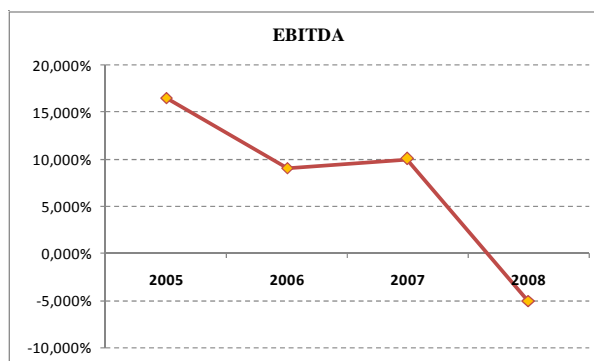
I grafici sotto riportati illustrano l'evoluzione in valore assoluto dell'EBITDA nel periodo oggetto di analisi e l'incidenza di tale margine sul valore della produzione.

Grafico A



Valori espressi in euro

Grafico B



Fonte: elaborazione bilancio consolidato dal 2005 al 2008

Il grafico evidenzia per l'esercizio 2007 un significativo incremento dell'EBITDA in termini assoluti rispetto all'esercizio precedente: infatti si passa da un valore di circa Euro 18,4 milioni nel 2006 a circa Euro 32,3 milioni nel 2007 (+75%).

Il dato, letto in termini percentuali, evidenzia un miglioramento in misura minore rispetto al 2006: il margine operativo lordo (EBITDA) risulta essere circa un punto percentuale più elevato rispetto all'esercizio precedente. A motivazione dell'incremento si ricorda che l'esercizio 2007 beneficia di un movimento di natura strettamente contabile derivante dalla iscrizione a provento del "buon affare" derivante dall'aggregazione del Gruppo Codan, pari a circa 30,5 milioni di Euro, originato dalla differenza tra il *fair value* del Gruppo Codan (pari a circa 39,5 €mln, secondo quanto indicato nella nota integrativa del bilancio consolidato 2007 del Gruppo Maflow) e l'importo effettivamente sostenuto per l'acquisizione del gruppo stesso (pari a circa 9,1 €mln). Si nota infatti come, se si determinasse l'EBITDA senza considerare tale voce, il risultato operativo lordo sarebbe appena positivo, principalmente per effetto del contributo derivante dalla riduzione di circa tre punti percentuali del costo del lavoro sul valore della produzione, solo parzialmente assorbito dall'incremento dell'incidenza dei costi della produzione (aumentata di due punti percentuali), determinando quindi un miglioramento della marginalità operativa lorda.

Il dato 2008 evidenzia un netto peggioramento rispetto all'EBITDA 2007, sia in termini assoluti che in termini relativi. Come descritto in precedenza, i motivi della riduzione del margine sono da ricercare fondamentalmente nel calo del fatturato, accompagnato da una non altrettanto significativa riduzione dei costi di produzione. L'incidenza di tali costi sul valore della produzione passa dal 63,8% del 2007 al 75,3% del 2008 (significativo l'aumento sia dei costi di acquisto di materie prime che dei costi per servizi, come già evidenziato in precedenza).

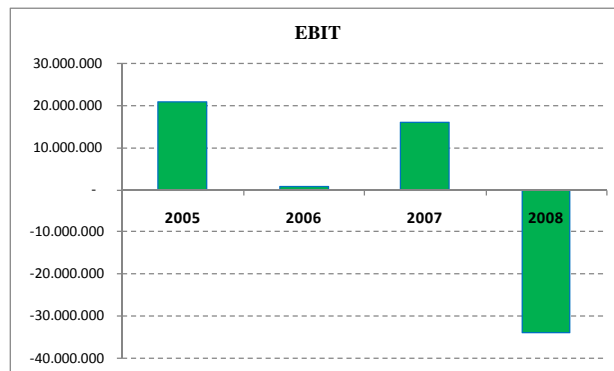
La diminuzione del fatturato, unita all'incremento dell'incidenza dei costi di acquisto di materie prime e dei costi per servizi, determina nell'esercizio 2008 un margine operativo lordo negativo pari a circa Euro 13,3 milioni.

f) Margine Operativo Netto (EBIT).

Passando all'analisi dell'EBIT i grafici sotto riportati evidenziano l'evoluzione del margine sia in termini assoluti che in termini percentuali sul totale ricavi. Si precisa che, al fine di agevolare la lettura comparata dei risultati reddituali operativi negli esercizi in esame, le svalutazioni delle immobilizzazioni sono state riclassificate nella sezione relativa alla gestione straordinaria. Dai

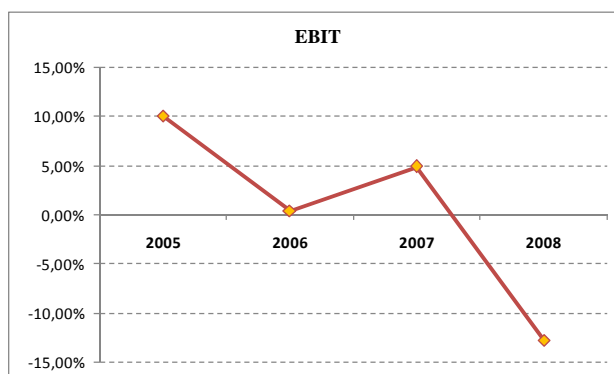
prospetti relativi all'esercizio 2008 a nostra disposizione non è stato possibile, tuttavia, separare gli effetti dell'ammortamento da quelli delle svalutazioni operate sugli attivi intangibile a vita utile definita e sugli attivi tangibili per "perdita durevole di valore". Di conseguenza, gli ammortamenti iscritti a conto economico nell'esercizio 2008 appaiono significativamente superiori rispetto a quanto contabilizzato negli esercizi precedenti, pur in assenza di un incremento degli investimenti in immobilizzazioni, in quanto all'interno è inclusa anche la quota derivante dalla "perdita durevole di valore".

Grafico A



Valori espressi in euro

Grafico B



Fonte: elaborazione bilancio consolidato dal 2005 al 2008

I grafici evidenziano nel corso dell'esercizio 2007 un incremento dell'EBIT rispetto all'esercizio precedente, sia in termini assoluti che in termini di incidenza rispetto al totale ricavi.

Il miglioramento dell'EBIT rispetto al 2006 risulta essere superiore rispetto alla crescita dell'EBITDA. Tale situazione dipende principalmente da minori accantonamenti rispetto agli esercizi precedenti. Infatti, come si nota nel prospetto di Conto Economico sopra esposto, la voce "Altri accantonamenti" è inferiore di circa Euro 3,4 milioni rispetto all'anno precedente. In

particolare, come indicato nella nota integrativa al bilancio consolidato 2007 del Gruppo Maflow, tale differenza scaturisce principalmente dagli accantonamenti per costi di ristrutturazione che risultano essere inferiori di circa 3,9 milioni rispetto al 2006 (gli accantonamenti per rischi legali sono inferiori di circa 190 mila euro e gli accantonamenti per rischi contrattuali sono superiori di circa 750 mila euro).

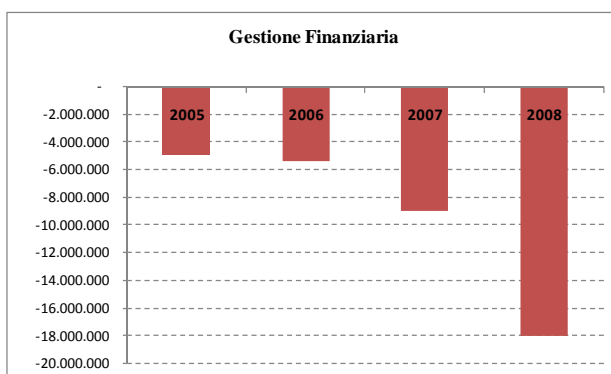
Nel 2008 il calo del fatturato e la riduzione della marginalità determinano un margine operativo netto negativo; si segnala peraltro che il rilascio (per esubero) del fondo di ristrutturazione aziendale è stato inserito come componente positiva di reddito nel conto economico consolidato nella voce “Altri accantonamenti”, determinando quindi un importo positivo di tale voce nell’esercizio 2008 per circa 1,8 milioni di euro (la stessa voce nel 2007 era negativa per circa Euro 6,0 milioni).

Complessivamente, l’incidenza dell’EBIT sul valore della produzione si riduce rispetto al 2007, come si evince dal grafico (B), passando da un valore positivo pari al 4,9% ad un valore negativo di 12,8%.

g) Gestione finanziaria.

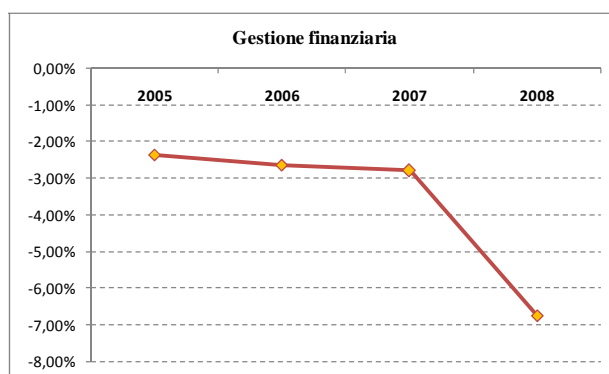
Il grafici sotto riportati evidenziano l’evoluzione in valore assoluto della gestione finanziaria nel periodo oggetto di analisi e l’incidenza di tale gestione sul valore della produzione.

Grafico A



Valori espressi in euro

Grafico B



Fonte: elaborazione bilancio consolidato dal 2005 al 2008

Come si nota dai grafici, nel corso degli ultimi due esercizi il valore assoluto del saldo della gestione finanziaria ha subito aumenti significativi rispetto agli anni passati. In particolare, il saldo della gestione finanziaria relativo all'esercizio 2007 registra un aumento di circa Euro 4 milioni rispetto al 2006, per effetto dell'incremento di circa Euro 2 milioni degli interessi passivi, dovuti al maggiore indebitamento finanziario rispetto all'esercizio precedente, e di circa Euro 2 milioni dovuti a perdite su cambi.

L'incremento dell'indebitamento finanziario è considerevole nell'anno 2007: i debiti finanziari correnti si accrescono da circa Euro 38,0 milioni nel 2006 a Euro 52,6 milioni del 2007, mentre i debiti finanziari non correnti passano da 55,2 milioni del 2006 a Euro 69,4 milioni nel 2007. L'aumento dei debiti finanziari correnti è dovuto ai flussi finanziari negativi dell'attività operativa: in particolare, come è possibile desumere dalla nota di commento al bilancio consolidato 2007, tali flussi "sono stati influenzati dalle uscite di cassa generate dalla riorganizzazione delle attività in Francia e Danimarca (circa Euro 4,5 milioni), dai costi sostenuti per l'incremento della capacità produttiva in Cina, Polonia, Messico e Corea (circa Euro 4,7 milioni) e dall'andamento del capitale circolante in relazione alle rimanenze", che ha comportato, in conseguenza dell'aumento del fatturato, un assorbimento di cassa pari a circa Euro 5,9 milioni.

L'incremento dei debiti finanziari non correnti è invece riconducibile, secondo quanto indicato in nota integrativa, prevalentemente alla variazione dell'area di consolidamento (circa Euro 2,2 milioni) e ai flussi finanziari in uscita relativi all'acquisizione del Gruppo Codan (circa Euro 9,3 milioni).

Nonostante l'evoluzione dell'indebitamento finanziario, i costi relativi alla gestione finanziaria, pur aumentando in valore assoluto di circa il 7% rispetto al 2006, mantengono quasi costante la loro incidenza sul valore della produzione, passando dal 2,7% del 2006 al 2,8% del 2007.

Per quanto riguarda il 2008, l'incidenza della gestione finanziaria sul valore della produzione aumenta sensibilmente ed è pari al 6,8%. L'incremento è determinato sia dagli interessi passivi, di breve e lungo periodo, conseguenti alle linee di finanziamento attive in capo alla controllante Maflow S.p.A. (l'onerosità si accresce a seguito del deteriorarsi di alcuni indicatori reddituali, ai quali sono legate le condizioni di remunerazione del finanziamento), che da una significativa crescita delle perdite dovute ai cambi. Infatti, il saldo delle esposizioni su cambi peggiora notevolmente nel corso del 2008, passando da un valore di circa Euro 1,6 milioni del 2007 ad uno di circa Euro 8,7 milioni, per effetto principalmente della chiusura anticipata di un contratto derivato di *hedge* sul rischio cambio, sottoscritto ai fini di acquisire copertura dal rischio derivante dall'oscillazione del cambio EUR/PLN.

Nell'ultimo esercizio l'incremento in termini assoluti della gestione finanziaria, accompagnata dalla riduzione di fatturato e marginalità, incide pesantemente sul risultato economico del Gruppo.

h) Gestione straordinaria.

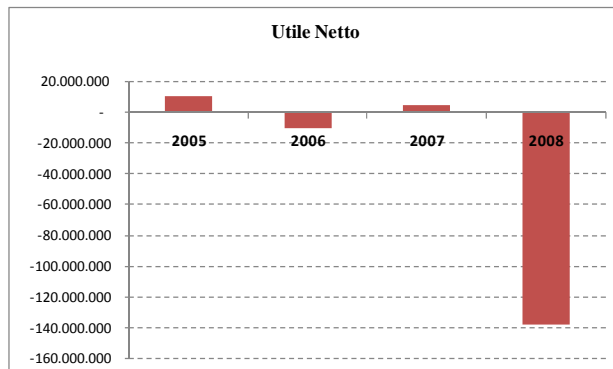
La gestione straordinaria presenta nell'esercizio 2008 un risultato fortemente negativo, dovuto principalmente alle svalutazioni effettuate.

Tale gestione risente del deterioramento delle prospettive di mercato mondiale del settore "automotive": in particolare, il *management* ha ritenuto, alla luce del venir meno del presupposto della continuità aziendale, di svalutare integralmente il valore delle immobilizzazioni immateriali a durata indefinita (differenze di consolidamento, svalutate per circa Euro 87,3 milioni).

i) Utile netto.

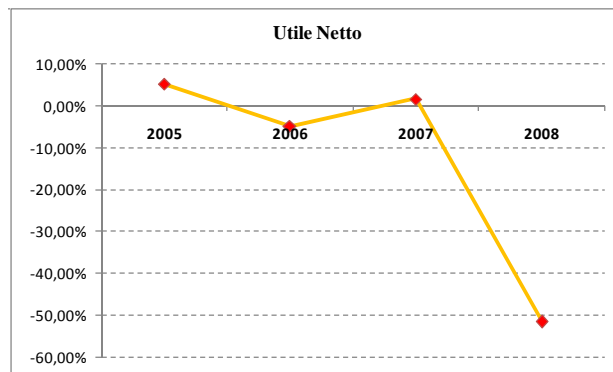
I grafici sotto riportati rappresentano l'evoluzione dell'utile netto nel periodo 2005-2008.

Grafico A



Valori espressi in euro

Grafico B



Fonte: elaborazione bilancio consolidato dal 2005 al 2008

Il risultato negativo del 2008 risente sia del calo delle vendite determinato dalla crisi che ha colpito il settore dell'*automotive* a partire dalla seconda metà del 2008, sia della diminuzione di marginalità. Si registra già a livello operativo un risultato negativo: l'EBITDA, a differenza degli anni precedenti, risulta essere per la prima volta inferiore a zero e quindi non in grado di coprire i costi non monetari e gli oneri finanziari derivanti dall'indebitamento del Gruppo, voce in sensibile aumento rispetto al 2007.

Sul risultato 2008 incide infine in modo molto significativo la gestione straordinaria, con la svalutazione di circa Euro 87,3 milioni delle immobilizzazioni immateriali a durata indefinita apportata dal *management* del Gruppo Maflow in conseguenza del deterioramento delle prospettive di mercato mondiale del settore "*automotive*".

4.2.4. L'analisi del bilancio: lo Stato Patrimoniale Consolidato del Gruppo Maflow.

Si è proceduto alla riclassificazione dello stato patrimoniale consolidato di Maflow S.p.A. sulla base del criterio funzionale.

Nel prospetto seguente sono riportati gli stati patrimoniali degli esercizi 2005-2006-2007-2008, con la determinazione dei principali margini patrimoniali e l'indicazione percentuale dell'incidenza di ogni importo sul totale capitale investito.

GRUPPO MAFLOW								
STATO PATRIMONIALE								
	2005		2006		2007		2008	
CAPITALE INVESTITO - CAPITALE RACCOLTO								
CAPITALE CIRCOLANTE LORDO COMMERCIALE	72.087.000	40,43%	74.443.000	44,50%	103.500.000	50,18%	76.758.000	98,52%
Crediti commerciali vs. clienti ed altri crediti	42.887.000	24,06%	41.695.000	24,92%	53.177.000	25,78%	40.522.000	52,01%
Rimanenze	16.850.000	9,45%	20.892.000	12,49%	39.551.000	19,18%	27.707.000	35,56%
Imposte anticipate	12.350.000	6,93%	11.856.000	7,09%	10.772.000	5,22%	8.529.000	10,95%
FONTI OPERATIVE	54.943.000	30,82%	65.254.000	39,00%	82.666.000	40,08%	72.618.000	93,21%
Debiti commerciali vs. fornitori ed altri debiti	29.386.000	16,48%	38.050.000	22,74%	50.949.000	24,70%	46.538.000	59,73%
Altre passività operative	9.949.000	5,58%	12.009.000	7,18%	16.119.000	7,82%	15.015.000	19,27%
Ratei e risconti passivi	15.608.000	8,75%	15.195.000	9,08%	15.598.000	7,56%	11.065.000	14,20%
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO COMMERCIALE (CCNe)	17.144.000	9,62%	9.189.000	5,49%	20.834.000	10,10%	4.140.000	5,31%
IMPIEGHI STRUTTURALI	150.719.000	84,54%	157.765.000	94,30%	176.197.000	85,43%	73.710.000	94,61%
Immobilizzazioni immateriali	90.944.000	51,01%	92.735.000	55,43%	94.284.000	45,71%	3.271.000	4,20%
Immobilizzazioni materiali	59.775.000	33,53%	65.030.000	38,87%	81.913.000	39,72%	70.439.000	90,41%
FONTI STRUTTURALI	10.876.000	6,10%	17.691.000	10,57%	18.464.000	8,95%	8.446.000	10,84%
Altri Fondi	3.477.000	1,95%	11.191.000	6,69%	13.325.000	6,46%	3.467.000	4,45%
Fondo TFR	7.399.000	4,15%	6.500.000	3,89%	5.139.000	2,49%	4.979.000	6,39%
INVESTIMENTI STRUTTURALI NETTI	139.843.000	78,44%	140.074.000	83,72%	157.733.000	76,48%	65.264.000	83,77%
CAPITALE OPERATIVO INVESTITO NETTO (COIN)	156.987.000	88,05%	149.263.000	89,22%	178.567.000	86,58%	69.404.000	89,08%
IMPIEGHI FINANZIARI	21.299.000	11,95%	18.040.000	10,78%	27.677.000	13,42%	8.504.000	10,92%
Immobilizzazioni finanziarie	0	0,00%	121.000	0,07%	4.547.000	2,20%	5.499.000	7,06%
Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	312.000	0,17%	732.000	0,44%	4.069.000	1,97%	241.000	0,31%
Liquidità	20.987.000	11,77%	17.187.000	10,27%	19.061.000	9,24%	2.764.000	3,55%
CAPITALE INVESTITO (CI)	178.286.000	100,00%	167.303.000	100,00%	206.244.000	100,00%	77.908.000	100,00%
FONTI FINANZIARIE (Posizione Finanziaria Lorda)	100.016.000	56,10%	93.195.000	55,70%	122.090.000	59,20%	152.805.000	196,14%
Debiti finanziari lordi verso terzi	100.016.000	56,10%	93.195.000	55,70%	122.090.000	59,20%	152.805.000	196,14%
FONTI LEGATE AL CAPITALE DI RISCHIO	78.270.000	43,90%	74.108.000	44,30%	84.154.000	40,80%	(74.897.000)	-96,14%
Capitale	10.000.000	5,61%	10.000.000	5,98%	12.703.000	6,16%	13.198.000	16,94%
Riserve e utili (perdite) portati a nuovo	57.584.000	32,30%	74.021.000	44,24%	66.142.000	32,07%	49.160.000	63,10%
Utile (perdita) d'esercizio	10.686.000	5,99%	(9.913.000)	-5,93%	5.309.000	2,57%	(137.255.000)	-176,18%
CAPITALE RACCOLTO (CR)	178.286.000	100,00%	167.303.000	100,00%	206.244.000	100,00%	77.908.000	100,00%
FONTI FINANZIARIE (Posizione Finanziaria Netta)	79.029.000	44,33%	76.008.000	45,43%	103.029.000	49,95%	150.041.000	192,59%

Valori espressi in euro

Fonte: elaborazione bilanci dal 2005 al 2008 Maflow S.p.A.

Il capitale circolante netto si attesta su valori positivi in tutto il triennio analizzato: in particolare nell'esercizio 2008 si assiste ad una considerevole contrazione di tale aggregato. Si ricorda che nell'esercizio 2007 ha avuto effetto l'operazione di aggregazione del gruppo Codan, da cui

scaturisce il sensibile incremento rispetto all'esercizio 2006; ne consegue che la contrazione di capitale circolante è ancor più marcata.

Sul fronte dell'attivo circolante, influisce sensibilmente la dinamica derivante dalla forte contrazione registrata nei crediti verso clienti di Maflow S.p.A., che da Euro 42,9 milioni (anno 2005), Euro 41,7 milioni (anno 2006) e Euro 53,2 milioni (anno 2007) si ridono ad Euro 40,5 milioni (anno 2008). Si precisa, come precedentemente evidenziato, che il confronto tra gli esercizi 2006-2007 non è significativo in quanto nel corso del febbraio 2007 è avvenuta l'operazione di acquisizione del 100% delle azioni ordinarie di Codan Gummi A/S (*holding* danese del Gruppo Codan, *leader* nella produzione e commercializzazione di tubi e raccordi di gomma principalmente per il settore *automotive*) ad opera di Maflow Gummi A/S, società per azioni di diritto danese controllata al 100% da Maflow S.p.A.

Nel complesso, il saldo della voce "Crediti commerciali vs. clienti, altri crediti ed altre attività" si contrae - per effetto delle due dinamiche sopra descritte - di circa Euro 19 milioni rispetto al dato del 2007.

Per quanto concerne la voce "Rimanenze", è stata inoltre perseguita con successo una politica volta ad incrementare la rotazione delle scorte, che ha portato le rimanenze di magazzino da un valore pari a Euro 16,9 milioni (anno 2005), Euro 20,9 milioni (anno 2006) e Euro 39,6 milioni (anno 2007) ad un valore pari a Euro 27,7 milioni (anno 2008). Al pari di quanto segnalato precedentemente, il dato relativo all'esercizio 2007 è fortemente influenzato dall'operazione di acquisizione del Gruppo Codan.

Infine l'attivo circolante è incrementato dall'ammontare delle imposte anticipate stanziata a bilancio in conseguenza dei contributi statali per le attività dello stabilimento di Tychy (Polonia), erogati a fronte di investimenti tecnici nella zona economica speciale (ZES) polacca. Il contributo comprende un'esenzione fiscale limitata agli investimenti effettuati dalla società nella ZES: in particolare, l'importo più elevato dell'esenzione fiscale è pari al 75% degli investimenti tecnici specificati, da utilizzarsi entro 10 anni dalla data dell'investimento. La differenza tra il beneficio massimo e quello utilizzato fino alla data di riferimento del bilancio corrisponde ad un'"attività per imposte differite".

Per quanto concerne il passivo circolante, si assiste ad un incremento marcato dei "debiti verso fornitori" che dagli ammontari pari a Euro 29,4 milioni (anno 2005) ed Euro 38,1 milioni (anno 2006) raggiungono il valore di Euro 50,9 milioni (anno 2007) per poi attestarsi ad Euro 46,5 milioni (anno 2008). La dinamica, analizzata in correlazione con l'andamento della produzione

che si contrae nell'ultimo esercizio, denota la capacità di conseguire e mantenere nel tempo un importante "supporto finanziario" da parte dei fornitori del Gruppo.

Nel passivo circolante figurano inoltre le voci relative alle "altre passività operative", composte in misura quasi paritetica dai debiti tributari e dai debiti verso istituti di previdenza sociale, e dagli altri debiti, al cui interno sono inclusi, in misura prevalente, i debiti verso il personale dipendente derivanti da:

- passività nette per piani a benefici che si riferisce principalmente al piano pensionistico di Maflow France pari ad Euro 1,2 milioni (Euro 1,6 milioni al 31 dicembre 2007 ed Euro 1,6 milioni al 31 dicembre 2006). Il Gruppo Maflow corrisponde ai propri dipendenti dei benefici successivi al rapporto di lavoro, sia direttamente sia tramite contributi a fondi esterni. I benefici sono versati in base alle condizioni legali, fiscali ed economiche di ciascuno dei paesi in cui il Gruppo opera e, solitamente, i benefici si basano sulla retribuzione e sull'anzianità di servizio dei dipendenti;
- debiti verso personale dipendente per Euro 4,8 milioni (Euro 6,3 milioni al 31 dicembre 2007 e Euro 3,6 milioni al 31 dicembre 2006) per salari, stipendi e ratei per ferie accumulate e non ancora godute.

Infine nelle passività operative figurano "ratei e risconti passivi" derivanti, come già precedentemente descritto, in via prevalente dai contributi pubblici differiti. La voce ammonta a Euro 15,6 milioni (anno 2005), Euro 15,2 milioni (anno 2006), Euro 15,6 milioni (anno 2007) e Euro 11,1 milioni (anno 2008). Il contributo, che si riferisce alle attività dello stabilimento di Tychy (Polonia), è incluso nello stato patrimoniale consolidato tra i risconti passivi ed è rilevato tra i proventi con un criterio sistematico lungo la vita utile dell'investimento effettuato.

Complessivamente, dunque, la contrazione del capitale circolante netto è riconducibile, da un lato, alla sensibile riduzione dei crediti verso clienti e delle rimanenze di magazzino, il cui effetto è solo in parte vanificato dalla contrazione del passivo circolante derivante dai minori debiti commerciali, per effetto del minor supporto finanziario offerto dai fornitori, unitamente alla diminuzione delle altre passività operative e dei risconti passivi per l'utilizzo dei contributi pubblici differiti.

Quanto agli impieghi strutturali, gli stessi manifestano una decisa diminuzione conseguente principalmente alla mancata sussistenza del presupposto della continuità aziendale (*going concern*). Difatti, alla luce dei rilievi espressi dalla Società di Revisione e dal Collegio Sindacale,

il Consiglio di Amministrazione ha provveduto a predisporre e approvare un nuovo progetto di bilancio separato di Maflow S.p.A. in data 1° aprile 2009 (approvato dall'Assemblea dei Soci del 6 aprile 2009), redatto in un'ottica di "non continuità aziendale", mentre allo scopo di procedere senza indugio alla convocazione dell'Assemblea dei Soci ai sensi degli artt. 2447 e 2484 c.c., il Consiglio di Amministrazione della controllante capogruppo non è stato in grado di approvare nello stesso termine il progetto di bilancio consolidato, in quanto le principali società controllate non avevano ancora approvato i rispettivi progetti di bilancio civilistici separati.

Date tali premesse, la bozza (non approvata) degli schemi di bilancio consolidato al 31-12-08 predisposta e fornita dalla Società, è redatta sulla base delle stesse ipotesi di "non continuità" sopra descritte; conseguentemente, il *management* ha provveduto prudenzialmente, a causa sia del deterioramento delle prospettive del mercato mondiale del settore "automotive" che dell'incertezza sui presupposti di continuità aziendale, all'integrale svalutazione del *goodwill* "acquisito" con le varie operazioni di aggregazione aziendale, derivante dall'eccedenza del costo dell'aggregazione aziendale rispetto alla quota di interessenza del Gruppo nel *fair value* netto dell'attività, passività e passività potenziali identificabili rilevate al momento dell'acquisizione. Si ricorda infatti che Maflow applica i principi contabili IFRS per la redazione del bilancio consolidato e consolida le società del gruppo secondo il "metodo dell'acquisto"; in conformità al principio IFRS 3 "Aggregazioni aziendali", tutte le attività e le passività identificabili e le passività potenziali assunte sono rilevate al *fair value* alla data dell'acquisizione e l'eventuale differenza positiva che residua dopo l'allocatione del prezzo di acquisto a tali attività e passività è rilevata nella voce avviamento, mentre le differenze negative, se rappresentative di un acquisto a condizioni favorevoli, sono rilevate tra i proventi dell'esercizio in cui è avvenuta l'acquisizione.

Con le stesse motivazioni sopra descritte, si è inoltre provveduto alla svalutazione delle poste di bilancio riconducibili alle immobilizzazioni immateriali con vita utile definita.

Il valore delle immobilizzazioni immateriali, per effetto delle dinamiche precedentemente descritte, si riduce da Euro 90,9 milioni (anno 2005), Euro 92,7 milioni (anno 2006), Euro 94,3 milioni (anno 2007) ad Euro 3,3 milioni (anno 2008).

Per quanto concerne gli investimenti materiali, il valore residuo, dopo l'ammortamento dell'esercizio, è stato parzialmente svalutato a causa dell'attuale incertezza sulle concrete possibilità di recupero. La svalutazione ha avuto ad oggetto, in larga misura, gli impianti e

macchinari specifici; in misura minore gli impianti e macchinari generici, le attrezzature e le macchine per ufficio elettroniche.

Il valore residuo delle immobilizzazioni materiali si attesta negli esercizi analizzati ad Euro 59,8 milioni (anno 2005), Euro 65,0 milioni (anno 2006), Euro 81,9 milioni (anno 2007) e Euro 70,4 milioni (anno 2008).

Quanto alle fonti strutturali, le stesse si riducono sensibilmente nell'ultimo esercizio, passando rispettivamente da Euro 10,9 milioni nel 2005, ad Euro 17,7 milioni nel 2006, ad Euro 18,5 milioni nel 2007 fino a Euro 9,4 milioni nel 2008. Tale effetto deriva principalmente dalla forte contrazione degli "altri fondi" derivante dall'utilizzo degli stessi per un importo pari a circa Euro 8,1 milioni e dal rilascio per esubero degli accantonamenti precedentemente effettuati per ristrutturazione, rischi contrattuali e garanzia prodotti per Euro 1,8 milioni.

Per quanto concerne le dinamiche del fondo TFR, che è determinato da un esperto indipendente secondo il metodo della proiezione unitaria del credito in conformità allo IAS 19, si assiste ad una progressiva riduzione negli esercizi analizzati per effetto dei contributi versati e delle erogazioni a beneficiari.

Complessivamente, per effetto delle movimentazioni sopra menzionate, gli investimenti strutturali netti decrescono sensibilmente, sebbene l'effetto sia ascrivibile quanto all'attivo alla svalutazione per perdita durevole di valore del *goodwill*, di altri attivi immobilizzati immateriali e dei cespiti e quanto al passivo al rilascio dei fondi; movimenti, questi, che hanno entrambi una connotazione meramente contabile (non finanziaria).

Complessivamente, il capitale investito netto nell'attività operativa produttiva si contrae nell'ultimo esercizio, attestandosi rispettivamente ad Euro 139,8 milioni nel 2005, Euro 140,1 milioni nel 2006, Euro 157,8 milioni nel 2007 ed Euro 65,3 milioni nel 2007. La dinamica dell'ultimo esercizio è tuttavia solo in minima parte ascrivibile a reali movimentazioni di cassa (*cash flow*), essendo invece in larga parte scaturita da svalutazioni contabili che non hanno determinato alcun afflusso di risorse finanziarie per il Gruppo Maflow.

Infine, l'analisi si concentra sugli investimenti di natura finanziaria operati dal Gruppo Maflow nel corso del triennio in esame. Gli impieghi finanziari complessivamente ammontano rispettivamente ad Euro 18,0 milioni nel 2006, ad Euro 27,7 milioni nel 2007 e ad Euro 8,5 milioni nel 2008.

La contrazione registrata nel 2008 nelle "altre attività finanziarie" e nelle "disponibilità liquide", pari ad oltre Euro 20,1 milioni, deriva:

- quanto ad Euro -3,8 milioni dalla variazione delle “altre attività finanziarie” in conseguenza di una differente riclassifica operata nel bilancio consolidato (effetto pari ad Euro -5,7 milioni) e degli utili da attività disponibili per la vendita (effetto pari ad Euro 1,9 milioni);
- quanto ad Euro -16,3 milioni dalla variazione delle “disponibilità liquide” alla data di chiusura dell’esercizio.

Complessivamente la variazione degli investimenti finanziari ha determinato un’uscita di risorse finanziarie per il Gruppo Maflow, principalmente per effetto della diminuzione del saldo “depositi bancari e postali” (da Euro 18,8 milioni nel 2007 a Euro 2,7 milioni nel 2008).

Sul fronte del passivo, gli investimenti aziendali risultano in larga parte finanziati per tutto il triennio da finanziatori terzi (*pool* di banche) per un importo medio rispettivamente pari ad Euro 100,0 milioni nel 2005, Euro 93,2 milioni nel 2006, Euro 122,1 milioni nel 2007 ed Euro 152,8 milioni nel 2008.

Si ricorda che i debiti verso banche, strumentali all’acquisizione con indebitamento conclusa nell’agosto 2004, sono stati oggetto nell’esercizio 2006 di un’operazione di ristrutturazione che ha comportato la trasformazione da debiti a breve (c.d. *bridge financing*) in debiti a medio lungo termine (finanziamento in *pool*).

Gli importi sopra indicati sono costituiti da:

- debiti non correnti verso *pool* di banche (capofila Banco Popolare di Verona SGSP): rispettivamente pari ad Euro 64,1 milioni nel 2006, ad Euro 76,2 milioni nel 2007 e ad Euro 74,7 milioni nel 2008, suddivisi (dato esercizio 2008) come segue:
 1. linea A: Euro 40,6 milioni, di cui Euro 25,7 milioni linea A/1, Euro 6,0 milioni linea A/R e Euro 9,0 milioni in scadenza entro l’esercizio;
 2. linea B: Euro 5,0 milioni;
 3. linea C: Euro 10,0 milioni;
 4. linea D: Euro 19,0 milioni;

(euro/migliaia) - Data di scadenza	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.201
Debt due to Pool Banco Popolare di Verona SGSP (line A)	9.040	9.040	9.040	4.520
Debt due to Pool Banco Popolare di Verona SGSP (line B)		5.000		
Debt due to Banco Pool Popolare di Verona SGSP (line C)			10.000	
Debt due to Pool Banco Popolare di Verona SGSP (line D)				19.000
Debt due to Pool Banco Popolare di Verona SGSP	9.040	14.040	19.040	23.520

- debiti correnti verso banche per affidamenti e altri debiti correnti: rispettivamente pari ad Euro 18,0 milioni nel 2006, ad Euro 43,1 milioni nel 2007 e ad Euro 47,6 milioni nel 2008;
- debito verso altri intermediari bancari e finanziari: rispettivamente pari ad Euro 11,0 milioni nel 2006, ad Euro 3,3 milioni nel 2007 e ad Euro 8,9 milioni nel 2008 e riconducibili principalmente a posizioni debitorie nei confronti di IFU Bank (Cina) e di società di *leasing* (Francia);
- contabilizzazione *mark to market* al *fair value* dei contratti derivati di copertura sui cambi EUR/PLN, dalla quale si evince l'emersione di una perdita pari a Euro -21,7 milioni (rilevata direttamente a Patrimonio Netto) in contropartita ad una passività potenziale nei confronti delle controparti bancarie sottoscrittrici dell'accordo di *swap*. In pratica la perdita derivante dalla valutazione al *fair value* dello strumento, che è accertato essere detenuto ai fini di una copertura efficace dal rischio di cambio, è rilevata direttamente a patrimonio netto.

Quanto ai debiti di natura finanziaria, si può dunque concludere che gli stessi si sono accresciuti nel triennio in esame per effetto dell'utilizzo delle linee a medio-lungo e breve accordate dagli istituti bancari. Complessivamente il saldo netto di variazione nel 2008 è pari ad Euro 30,7 milioni: preme comunque evidenziare che i movimenti che hanno caratterizzato le variazioni dell'esposizione bancaria tra l'esercizio 2007 e l'esercizio 2008 sono prevalentemente riconducibili alle movimentazioni derivanti dalla contabilizzazione *mark to market* dei contratti derivati di copertura (pari a Euro 21,7 milioni), e solo in misura largamente inferiore dal ricorso ad ulteriore indebitamento di breve termine (da Euro 43,1 milioni nel 2007 ad Euro 47,6 milioni nel 2008) e indebitamento verso altri intermediari bancari e finanziari (da Euro 3,3 milioni nel 2007 ad Euro 8,9 milioni nel 2008).

Infine, l'altra fonte di finanziamento del capitale investito in azienda è rappresentata dal patrimonio netto, ovvero dall'apporto dei soci sia in termini di conferimenti che in termini di utili non distribuiti e reinvestiti nell'attività imprenditoriale.

Nel triennio in esame si assiste ad una totale erosione del patrimonio netto (da Euro 74,1 milioni nel 2006, ad Euro 84,2 milioni nel 2007 e ad Euro -74,9 milioni nel 2008), che determina l'insorgenza di un pesante *deficit* patrimoniale nel 2008. I movimenti del patrimonio netto che determinano l'insorgenza del *deficit* patrimoniale scaturiscono da un insieme di elementi:

- in primo luogo e in via prevalente, dalla cospicua perdita consolidata sofferta nell'esercizio 2008 pari a Euro -137,3 milioni, riconducibile quanto a circa Euro 103,0 milioni al risultato netto di Maflow S.p.A. conseguente alle svalutazione dell'avviamento

(Euro 34,8 milioni), delle altre immobilizzazioni immateriali (Euro 5,2 milioni), delle immobilizzazioni materiali (Euro 4,7 milioni), delle partecipazioni (Euro 39,6 milioni) e delle rimanenze finali (Euro 0,9 milioni) ⁽¹⁴⁾;

- dalla contabilizzazione *mark to market* al *fair value* dei contratti derivati di copertura sui cambi EUR/PLN, dalla quale si evince l'emersione di una perdita pari a Euro -21,7 milioni (rilevata direttamente a Patrimonio Netto) in contropartita ad una passività potenziale nei confronti delle controparti bancarie sottoscrittrici dell'accordo di *swap*. Si ricorda che la perdita derivante dalla valutazione al *fair value* dello strumento, che è accertato essere detenuto ai fini di una copertura efficace dal rischio di cambio, è rilevata direttamente a patrimonio netto.

In conclusione, il "capitale investito" complessivamente impiegato nell'attività di impresa risulta pari a Euro 167,3 milioni nel 2006, Euro 206,2 milioni nel 2007 ed Euro 77,9 milioni nel 2008. Si ricorda, come più volte ribadito in precedenza, che tale *trend* è conseguente alle valutazioni degli Amministratori che, dato il perdurare della crisi che ha colpito il mercato globale dell'*automotive* a partire dalla seconda metà del 2008, hanno portato, in sintesi, alla svalutazione pressoché integrale del *goodwill* derivante dal consolidamento delle società appartenenti al Gruppo.

Preme tuttavia precisare che tali svalutazioni, avvenute nell'esercizio 2008 e che hanno dato luogo all'ingente *deficit* patrimoniale, non forniscono alcuna indicazione esplicita in merito alle motivazioni economiche sottostanti alla formazione del cospicuo *goodwill*, la cui genesi è da ricondurre, come puntualmente descritto nelle sezioni precedenti, all'operazione di acquisizione dei complessi aziendali che sono stati oggetto di compravendita con indebitamento nell'agosto 2004 ed alle successive operazioni già in precedenza descritte.

Infine si precisa che la rappresentazione della struttura finanziaria, basata sulla modalità di riclassificazione gestionale unanimemente riconosciuta dalla *best practice* in materia, pur avendo indubbi pregi nella rappresentazione e lettura del capitale investito nell'attività imprenditoriale, non deve trarre in errore il lettore in merito all'entità dei debiti gravanti sull'impresa insolvente.

Merita infatti precisazione la circostanza che anche i debiti operativi, considerati secondo la modalità di riclassifica gestionale come parte del passivo circolante (in quanto in una normale impresa in funzionamento derivano dal normale svolgimento del processo di acquisto -

⁽¹⁴⁾ Si precisa che i dati sono esposti ai soli fini indicativi dal momento che sono tratti dal bilancio separato di Maflow S.p.A. al 31-12-2008, che è redatto sulla base dei principi contabili italiani (*local gaap*). Poiché il bilancio consolidato è invece redatto sulla base dei principi contabili internazionali IAS-IFRS, i valori non sono comparabili.

produzione - vendita) debbono essere onorati per garantire la prosecuzione dell'attività e, specie quando superano livelli considerati fisiologici, potrebbero a tutti gli effetti essere più correttamente classificati come debiti di finanziamento.

4.3. Sintesi delle cause dell'insolvenza.

Come già accennato, le cause che hanno condotto allo stato di insolvenza sono da farsi risalire ad una situazione di indebitamento eccessiva rispetto all'andamento operativo della Società.

Come noto, livelli di indebitamento elevato aumentano sensibilmente il grado di rischiosità, ossia l'esposizione ed i contraccolpi che la Società può subire a causa di variabili esogene.

È il caso di Maflow ove, ad una costante presenza di debito oneroso verso terzi, si è aggiunta una crisi di natura operativa che derivava dalla generalizzata crisi dell'industria automobilistica italiana e mondiale attuale. In tal senso, l'impresa non è stata in grado di fornire sufficienti risorse per finanziare e pagare il debito esistente.

In particolare, come riportato nei precedenti paragrafi, le cause dell'insolvenza del Gruppo Maflow sono da ricercarsi nelle variabili patrimoniali del Gruppo, avendo nel complesso raggiunto un certo grado di economicità operativa della gestione (seppur esposto all'andamento della congiuntura del mercato automobilistico).

Con queste premesse vengono riportate le principali ragioni all'origine dell'insolvenza della società:

- a) eccessivo indebitamento iniziale verso terzi, riferibile *in primis* all'operazione di acquisizione con indebitamento (c.d. *leveraged buy-out*) compiuta nel 2004, finanziata con linee di credito non sufficientemente scadenzate (e senza un adeguato periodo di pre-ammortamento del debito);
- b) successivi ulteriori utilizzi, a partire dalla seconda metà dell'esercizio 2005, di fonti finanziarie terze per finanziare lo sviluppo *worldwide* del *business* di Gruppo, al fine di incrementare il volume di attività del Gruppo, senza ancora raccogliere i ritorni sperati⁽¹⁵⁾ (“*le attività non europee, in particolare quelle centro e sud-americane, sono allo stato ancora in fase di start-up*” [¹⁶]);

⁽¹⁵⁾ Si ricorda che la messa a regime di tali investimenti (c.d. *payback period*) richiede, secondo le indicazioni raccolte dal *management*, un periodo non inferiore ai 18-24 mesi.

⁽¹⁶⁾ Fonte: Ricorso per la dichiarazione di insolvenza *ex artt. 3 e 5 D.Lgs. 270/1999* presentato da Maflow S.p.A. in data 10 aprile 2009.

- c) unitamente agli investimenti per lo sviluppo *worldwide* del *business*, sono stati avviati importanti (e onerosi) progetti di ristrutturazione che hanno interessato, *inter alia*, il gruppo Codan (Danimarca) e la realtà polacca (Maflow Polska Sp.zo.o.);
- d) nello specifico della Maflow S.p.A., la costante perdita operativa dello stabilimento di Trezzano sul Naviglio, la cui produzione prevalente è destinata al Gruppo BMW, con il quale sono stati concordati elevati livelli di sconto (bassa marginalità);
- e) a fronte di una crisi generalizzata del settore automobilistico, l'elevato ammontare dei costi fissi (la cui riduzione comporta impiego di risorse e tempo), in conseguenza della strutturazione dimensionale del Gruppo per volumi di attività notevolmente superiori rispetto a quelli effettivamente conseguiti, ha eroso sia i margini reddituali sia la capacità economica di sostenere l'oneroso debito.

PARTE QUINTA

LO STATO ESTIMATIVO ANALITICO DELLE ATTIVITÀ DI MAFLOW S.P.A.

5.1. Obiettivi e criteri seguiti.

Secondo la disposizione dell'art 28 del D.Lgs.270/99 lo stato analitico estimativo delle attività rappresenta un allegato della relazione del Commissario Giudiziale. Tuttavia sembra utile fornire, nel corpo della relazione, una descrizione sintetica dei risultati a cui si è pervenuti, nonché dei criteri adottati e della documentazione utilizzata.

Nei seguenti paragrafi viene analizzata la composizione dell'attivo patrimoniale delle due società dichiarate in stato di insolvenza. Nella redazione nello stato analitico ed estimativo dell'attivo, sia per quanto riguarda Maflow S.p.A., che per Maflow Polska Sp.zo.o., entrambe società operative, l'analisi ha riguardato le singole poste dell'attivo ed ha evidenziato come nel caso di Maflow S.p.A. la porzione più consistente degli attivi contabili sia rappresentata dalle immobilizzazioni finanziarie (rectius: partecipazioni azionarie); al contrario, la controllata polacca non possiede alcuna partecipazione, bensì cospicue immobilizzazioni materiali e crediti a breve termine.

Considerati gli intuibili limiti sottesi alla disamina effettuata, si rimanda ad un più compiuto esame che, in caso di ammissione delle imprese dichiarate insolventi alla procedura di amministrazione straordinaria, il Commissario Straordinario potrà effettuare in maniera più incisiva e completa.

5.2. Limiti dell'analisi.

Lo stato analitico ed estimativo delle attività è stato predisposto sulla base delle informazioni raccolte in azienda e risulta inevitabilmente condizionato dai ristretti tempi imposti dalla legge per la stesura della relazione. L'analisi e le considerazioni sul valore delle attività riconducibili alle società insolventi sono state estrapolate dalla lettura dei libri contabili. Si tratta, quindi, di elaborazioni da interpretare in stretta correlazione ermeneutica con i noti criteri di ragionevolezza e prudenza sanciti dal Codice Civile. Le stime, infatti, non assumono valenza di perizie sul valore intrinseco teorico dei beni

considerati né, tanto meno, possono in alcun modo tener conto delle valutazioni cosiddette “di mercato”.

È, del resto, noto che, nella fase di osservazione prevista dal D.Lgs. 270/1999, il Commissario Giudiziale non considera elementi che pure, in altro contesto di riferimento, sarebbero di per sé idonei a condizionare, nella realtà effettuale di traffici commerciali, il valore dei beni oggetto di valutazione quali, a mero titolo esemplificativo: gli aspetti negoziali e contrattuali specifici, le valutazioni soggettive delle parti, i reciproci e contrapposti rapporti di forza contrattuale tra i contraenti.

5.3. Documentazione utilizzata.

La disamina che segue è strettamente legata alle informazioni rese disponibili dalle società oggetto di indagine. In particolare, per Maflow S.p.A. le fonti utilizzate sono state le seguenti:

- fascicolo di bilancio dell'esercizio al 31 dicembre 2008, approvato dall'assemblea dei soci del 6 aprile 2009;
- situazione contabile del 28 febbraio 2009, allegata al ricorso per la dichiarazione dello stato d'insolvenza del 10 aprile 2009;
- situazione contabile del 30 aprile 2009, riclassificata sullo schema previsto dal D.Lgs.127/91 (se pur semplificato) in base alle indicazioni fornite dalla funzione amministrativa della società;
- bilanci di verifica contabili al 31 dicembre 2008, 28 febbraio 2009 e 30 aprile 2009 estratti dal sistema informativo SAP;
- composizione e scadenziario dei crediti commerciali al 31 dicembre 2008;
- ricostruzioni e dettagli extracontabili a supporto delle classificazioni applicate nelle situazioni contabili esaminate;
- bilanci civilistici individuali al 31 dicembre 2008 delle società controllate approvati o in bozza (nelle forme previste dalle normative locali dei Paesi di appartenenza delle controllate):
 1. Maflow Finance S.p.A.;
 2. Maflow France SA;
 3. MAN Servizi S.r.l.;

4. Maflow Holland NV;
 5. Maflow North America Inc.;
 6. Maflow do Brazil LtdA;
 7. Maflow Mexico SA del C.V.;
 8. Maflow Components (Dalian) Co. Ltd;
 9. Keumah Flow Co. Ltd
- reporting package IAS/IFRS delle società controllate (usati ai fini del consolidamento di gruppo) al 31 dicembre 2008 e al 30 aprile 2009, estratti dall'applicativo Easy Bilancio Consolidato.

Con riferimento a Maflow Polska Sp.zo.o. si elencano le seguenti fonti:

- bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2008, ancora in bozza;
- situazione contabile del 28 febbraio 2009, allegata al ricorso per la dichiarazione dello stato d'insolvenza del 10 aprile 2009;
- situazione contabile del 30 aprile 2009, riclassificata sullo schema previsto dal D.Lgs.127/91 (se pur semplificato) in base alle indicazioni fornite dalla funzione amministrativa della società;
- bilanci di verifica gestionali usati ai fini del processo di consolidamento al 31 dicembre 2008, 28 febbraio 2009 e 30 aprile 2009, estratti dall'applicativo Easy Bilancio Consolidato;
- composizione e scadenziario dei crediti commerciali al 31 dicembre 2008;
- ricostruzioni e dettagli extracontabili a supporto delle classificazioni applicate nelle situazioni contabili esaminate.

Corre l'obbligo di precisare che tutte le situazioni contabili ed i bilanci non approvati, in sede di successiva verifica, potrebbero rivelarsi suscettibili di rilevanti modifiche e rimarchevoli aggiustamenti, al momento non noti né prevedibili su basi oggettive.

5.4. Le poste dell'attivo di Maflow S.p.A.

Nel presente paragrafo si riporta uno schema di sintesi dello stato analitico estimativo delle attività di Maflow S.p.A. (già Manuli Automotive S.p.A.), redatto in migliaia di Euro. La data di riferimento della Situazione Patrimoniale è il 31 dicembre 2008.

Dalle note di commento predisposte dalla società si evince che *“la valutazione delle voci*

è effettuata nella prospettiva della mancanza della continuazione dell'attività della società". In particolare sono state effettuate svalutazioni di alcuni assets significativi come l'avviamento e alcune partecipazioni in società controllate, a causa dell'incertezza sulla previsione di recupero futuro (nella prospettiva di mancanza della continuità aziendale).

In calce all'analisi viene presentato l'andamento successivo dello stato patrimoniale attivo della società, ponendo a confronto l'attivo esaminato al 31 dicembre 2008 con le situazioni patrimoniali al 28 febbraio ed al 30 aprile 2009.

Maflow S.p.A. STATO PATRIMONIALE (in Euro/000)	<u>31/12/2008</u>	<u>RETTIFICHE</u>	<u>31/12/2008</u> <u>RETTIFICAT</u>
TOTALE ATTIVO	53.865	(28.928)	24.937
Immobilizzazioni immateriali	-		-
Immobilizzazioni materiali	3.783		3.783
di cui: impianti e macchinario	3.642		3.642
attrezzature industriali e commerciali	141		141
Immobilizzazioni finanziarie	31.637	(18.691)	12.946
di cui: partecipazioni in controllate	28.634	(16.648)	11.986
imprese collegate	835	(246)	589
crediti verso controllate	1.797	(1.797)	-
crediti verso controllanti	224		224
crediti verso altri	147		147
Rimanenze	3.606		3.606
di cui: materie prime, sussidiarie e di consumo	1.494		1.494
prodotti in corso di lavorazione e semilavorati	1.098		1.098
prodotti finiti e merci	1.007		1.007
acconti	7		7
Crediti	14.080	(10.237)	3.843
di cui: verso clienti	3.327	(657)	2.670
verso imprese controllate	9.543	(9.543)	-
verso imprese controllanti	231		231
crediti tributari	639		639
imposte anticipate	37	(37)	-
verso altri	303		303
Attività finanziarie	-		-
Disponibilità liquide	758		758
di cui: depositi bancari e postali	754		754
denaro e valori in cassa	4		4
Ratei e risconti	1		1

5.4.A Immobilizzazioni Immateriali

Consistenza: Euro 0 mila

Nel bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2008, le immobilizzazioni immateriali, dopo l'ammortamento del periodo sono state oggetto di integrale svalutazione.

Nel caso dell'avviamento, iscritto a seguito dell'incorporazione della società Manuli Automotive S.p.A. avvenuta nel 2005, la svalutazione pari ad Euro 34.759 mila, è stata motivata dalla mancanza di garanzie circa le previsioni di flussi economici positivi futuri dovuta al deterioramento delle prospettive del mercato mondiale del settore *automotive* e dalle attuali incertezze sui presupposti di continuità aziendale.

Nel caso delle altre immobilizzazioni immateriali (immobilizzazioni in corso, costi di impianto e ampliamento, SW, concessioni licenze e marchi e diritti simili) la ragione della svalutazione pari ad Euro 5.180 mila è da ricondurre all'attuale incertezza sulle possibilità di recupero del valore residuo delle stesse.

Criteri di Valutazione di bilancio

Secondo quanto riportato nel bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2008, alla valutazione delle voci che compongono le immobilizzazioni immateriali sono stati applicati i criteri previsti dall'art. 2426 del Codice Civile, rettificati ove necessario quale effetto del mancato presupposto della continuità aziendale. Le immobilizzazioni immateriali, pertanto, sono iscritte in bilancio al costo di acquisto, comprensivo dei costi accessori, se provenienti da terzi ed al costo di produzione (costi direttamente imputabili più altri costi generali di produzione, per la quota ragionevolmente imputabile, sostenuti fino al momento di potenziale utilizzo), se di produzione interna. L'ammortamento è calcolato in conto, a rate costanti determinate secondo il periodo stimato di utilizzo futuro.

Valore rettificato: Euro 0 mila

In considerazione dell'attuale situazione di incertezza, si concorda con l'azzeramento integrale delle poste immateriali.

5.4.B Immobilizzazioni Materiali

Consistenza: Euro 3.783 mila

Sono costituite prevalentemente da impianti e macchinari e attrezzature industriali e commerciali.

La composizione specifica è la seguente:

	<i>(Migliaia di Euro)</i>
Impianti e macchinari generici	450
Impianti e macchinari specifici	3.192
Attrezzature	<u>141</u>
	<u>3.783</u>

Il valore netto indicato include una svalutazione complessiva imputata nell'esercizio 2008 per un totale di Euro 4.692 mila.

Si evidenzia, inoltre, che i beni di proprietà aziendale (immobilizzazioni materiali e rimanenze) sono gravati, per un importo complessivo di Euro 157.500 mila, da un privilegio speciale a garanzia del finanziamento a medio lungo termine con il pool di istituti bancari guidati da Banca Popolare di Verona e Novara, il cui debito residuo al 31 dicembre 2008 è pari ad Euro 74.680 mila.

Criteria di Valutazione di bilancio

Sono valutate al costo di acquisto, comprensivo dei costi accessori, se provenienti da terzi, ed al costo di produzione (costi direttamente imputabili più altri costi generali di produzione per la quota ragionevolmente imputabile, sostenuti fino al momento di potenziale utilizzo), se di produzione interna; nessun onere finanziario è stato imputato nell'esercizio alle immobilizzazioni immateriali.

Il costo è iscritto in bilancio al netto dei fondi rettificativi di valore (fondi ammortamento). Le aliquote di ammortamento sono calcolate secondo l'utilizzo e la destinazione e sono rappresentative della durata economico- tecnica dei cespiti.

Si evidenzia che in esercizi precedenti le maggiori aliquote di ammortamento usate per la determinazione dell'imponibile fiscale rispetto a quelle in uso ai fini civilistici hanno determinato la registrazione in bilancio dell'imposizione differita passiva.

Le spese di riparazione e manutenzione ordinaria sostenute nell'esercizio sono direttamente spese a conto economico, così come i beni di costo unitario sino ad Euro 516,46, qualora l'utilità di essi sia limitata ad un solo esercizio.

Il valore residuo delle immobilizzazioni materiali, dopo l'ammortamento d'esercizio, è stato parzialmente svalutato a causa dell'attuale incertezza sulle sue possibilità di recupero, imputando a conto economico la relativa svalutazione. Il criterio applicato è di carattere forfettario: in base a considerazioni tecniche di massima sono state registrate le seguenti diminuzioni, in valore percentuale, alle categorie indicate:

- 50% impianti e macchinari;
- 80% attrezzature;
- 100% altri beni.

Valore rettificato: Euro 3.783 mila

In base alle informazioni disponibili non si ritiene di avere elementi per proporre alcuna rettifica al valore netto contabile esposto in bilancio.

5.4.C Immobilizzazioni Finanziarie

Consistenza: Euro 31.637 mila

Rappresentano la posta più rilevante dell'intero attivo della società (circa il 59%). Sono costituite prevalentemente da partecipazioni in imprese controllate e collegate, come di seguito dettagliato:

- controllate per Euro 28.634 mila;
- collegate per Euro 835 mila.

Nello specifico le imprese controllate sono le seguenti:

	% Possesso	Valore Carico (Migliaia di Euro)
Man Servizi S.r.l.	100%	100
Maflow North America Inc	100%	86
Maflow Finance S.p.A.	100%	1.112
Maflow Polska Sp.zo.o	100%	11.282
Maflow do Brasil Ltda	99%	2.676
Maflow Components (Dalian) Co Ltd	51%	1.746
Maflow Mexico Sa de C.V. Ltd	100%	1.672
Maflow Gummi AS	100%	9.640
Maflow Korea Ltd AS	100%	41
Maflow KK (Giappone)	100%	279
		<u>28.634</u>

L'unica partecipazione in imprese collegate è rappresentata da Keumah Flow Co. Ltd (posseduta al 20%) per un carico contabile di Euro 835 mila.

Si evidenzia che nel corso del 2008 sono stati registrati incrementi a carico delle partecipazioni per un totale di Euro 15.397 mila, di cui gran parte derivanti dall'utilizzo, in conto futuro aumento di capitale, di crediti commerciali e finanziari vantati nei confronti delle società controllate. In particolare:

	Natura dei crediti	Importo (Migliaia di Euro)
Maflow do Brasil Ltda	commerciale	2.020
Maflow Components (Dalian) Co Ltd	finanziaria	2.005
Maflow Mexico Sa de C.V. Ltd	commerciale e finanziaria	6.790
		<u>10.815</u>

Riguardo ai decrementi, si segnala la cessione di una quota pari al 49% di Maflow Components (Dalian) alla società controllata Codan Gummi A/S, con il conseguente realizzo di una plusvalenza di Euro 126 mila.

Il valore delle partecipazioni controllate è stato infine adeguato al valore del PN di pertinenza a causa delle attuali incertezze sulla probabilità di recupero, apportando una svalutazione complessiva di Euro 36.177 mila (che, sommata agli accantonamenti effettuati ai fondi di ristrutturazione delle partecipazioni in Maflow Holland NV e

Maflow France SA per Euro 3.379 mila, porta al valore complessivo delle rettifiche di valore delle attività finanziarie esposto nel conto economico per Euro 39.556 mila), . Tale allineamento ha comportato, tra l'altro, l'azzeramento del valore contabile delle seguenti partecipazioni:

- Maflow France SA (99,98%);
- Maflow Holland NV (100%).

La residua parte del saldo delle immobilizzazioni finanziarie è composta da crediti immobilizzati, di durata comunque non superiore ai 5 anni:

- verso controllate per Euro 1.797 mila;
- verso controllanti per Euro 224 mila;
- verso altri per Euro 147 mila.

I finanziamenti concessi alle controllate sono così articolati:

FINANZ.-CODAN RUBBER MEXICO, S.A. DE C.V	182
FINANZ.-Maflow Holland N.V.	1.200
FINANZ.-Maflow North America Inc.	215
FINANZ.-Maflow Corea	200
	<u>1.797</u>

Il credito verso la controllante è rappresentato dal finanziamento elargito alla società Maflow S.A. Spolka Akyjna (unico socio) per l'importo complessivo di Euro 224 mila.

I crediti verso altri sono costituiti dall'importo residuo dell'acconto sul TFR, versato ai sensi della legge 662/96.

Criteri di Valutazione di bilancio

Le partecipazioni sono valutate al costo di acquisto (al lordo degli oneri accessori), che viene ridotto in caso di perdite durevoli di valore. Al fine di pervenire ad un'adeguata valorizzazione delle suddette partecipazioni alla data di riferimento, nella quasi totalità dei casi la società ha proceduto ad allinearne i valori di iscrizione ai valori dei rispettivi patrimoni netti contabili pro quota.

I crediti sono iscritti al presumibile valore di realizzo, al netto dell'apposito fondo svalutazione, commisurato all'effettivo rischio d'inesigibilità.

Valore rettificato: Euro 12.946 mila

Al fine di pervenire alla stima del valore rettificato delle partecipazioni si è proceduto ad

una disamina sommaria dei valori patrimoniali ed economici delle società partecipate; tali valori sono stati desunti dalla riclassifica effettuata sulla base del *reporting package* predisposto per il consolidamento in Maflow S.p.A. al 31 dicembre 2008 secondo i principi contabili internazionali IFRS.

Nelle stime effettuate sono stati seguiti i seguenti criteri guida:

- nessun beneficio è stato attribuito ai patrimoni netti delle società partecipate per rilevare rettifiche parziali o totali ai debiti esposti a bilancio (sia verso società del gruppo che verso entità esterne al gruppo); ciò in virtù del fatto che non sono note, al momento, la composizione dei debiti per controparte, le condizioni di eventuali privilegi esistenti e le normative locali in materia;
- nessun beneficio è stato attribuito ai patrimoni netti delle società partecipate per rilevare plusvalori latenti relativi agli attivi iscritti a bilancio (ad esempio, immobili, impianti, rimanenze).

Nel seguito si riporta, per ogni partecipazione, una scheda sintetica con i risultati dell'analisi sommaria effettuata.

Dettaglio analisi sommaria bilanci partecipate

MAN Servizi S.r.l.

MAN Servizi S.r.l.			
ATTIVO		PASSIVO	
Immobilizzazioni immateriali	0	TFR e fondi similari	901
Immobilizzazioni materiali	192	Imposte differite	10
Immobilizzazioni finanziarie	0	Passività finanziarie non correnti	0
di cui: Partecipazioni	0	di cui: Debiti M/L.T. per leasing	0
Altre (intercompany)	0	Debiti M/L.T. verso banche	0
Altre (non intercompany)	0	Debiti M/L.T. verso altri	0
		Debiti M/L.T. (intercompany)	0
Imposte anticipate	0	Risconti passivi M/L (contributi governativi)	0
Altri attivi non correnti	0	Altre passività non correnti	0
		Fondi rischi e oneri (parte a M/L.T.)	0
TOTALE ATTIVITA' NON CORRENTI	192	TOTALE PASSIVITA' NON CORRENTI	911
Rimanenze	0	Passività finanziarie correnti	25
		di cui: Debiti B.T. per leasing	0
Crediti commerciali	6.754	Debiti B.T. verso banche	25
di cui: Crediti commerciali (intercompany)	6.884	Debiti B.T. verso altri	0
Crediti commerciali (non intercompany)	(130)	Debiti B.T. (intercompany)	0
Crediti tributari correnti	231	Fondi rischi e oneri (parte a B.T.)	0
Crediti finanziari correnti	0	Debiti commerciali	5.264
di cui: Crediti finanziari correnti (intercompany)	0	di cui: Debiti commerciali (intercompany)	3.462
Crediti finanziari correnti (non intercompany)	0	Debiti commerciali (non intercompany)	1.802
Liquidità	0	Debiti tributari	413
		Altri debiti	(1)
		di cui: Altri debiti (intercompany)	0
		Altri debiti (non intercompany)	(1)
TOTALE ATTIVITA' CORRENTI	6.985	TOTALE PASSIVITA' CORRENTI	5.701
		Capitale sociale	100
		Riserve	316
		Utile (Perdita) del periodo	149
		TOTALE PATRIMONIO NETTO	565
TOTALE ATTIVITA'	7.177	TOTALE PASSIVO E PATRIMONIO NETTO	7.177

Valori espressi in migliaia di euro

La partecipazione del 100% in MAN Servizi S.r.l. è stata valorizzata al 31 dicembre 2008 per un importo pari a €100 migliaia contro un patrimonio netto di €565 migliaia. Il totale attivo della Partecipata è di €7.177 migliaia che si può così scomporre:

- Immobilizzazioni finanziarie €1 migliaia;
- Impianti e macchinari €139 migliaia;
- Attrezzature industriali e commerciali €35 migliaia;
- Altri beni €17 migliaia;

- Depositi Cauzionali €3 migliaia;
- Crediti IVA €220 migliaia;
- Crediti verso altre intercompany €6.466 migliaia;
- Crediti verso Maflow S.p.A. €286 migliaia
- Crediti verso terzi €5 migliaia;

CONTO ECONOMICO	
Vendite beni e servizi	0
Altri ricavi	16.881
<i>Totale ricavi</i>	<u>16.881</u>
Costi operativi	(16.073)
<i>EBITDA</i>	<u>808</u>
Ammortamenti e svalutazioni	(47)
<i>Risultato operativo</i>	<u>761</u>
Proventi e oneri finanziari	(12)
Utili (perdite) su partecipazioni	0
Utili (perdite) su vendita investimenti	1
<i>Risultato ante imposte</i>	<u>750</u>
Imposte sul reddito	(601)
<i>Risultato netto</i>	<u>149</u>

Valori espressi in migliaia di euro

Il 97% dell'attivo è costituito da crediti, dei quali la maggior parte intercompany. Nell'attivo non ci sono molti beni liquidabili per far fronte alle obbligazioni aziendali e residuare un margine per la Controllante. Essendo una Società di servizio per il Gruppo, che dopo lo spin-off del ramo d'azienda della Maflow S.p.A., ha visto appesantire il proprio bilancio degli oneri del personale, non si ritiene abbia alcun valore come azienda nel suo complesso. Si segnala, inoltre, che tra i ricavi risultano iscritti ricavi per "management fees" e per "attività di ricerca e sviluppo di gruppo" realizzati nei confronti delle seguenti società:

Importi in migliaia di €	Management fees	Attività di ricerca e sviluppo
Maflow S.p.A.	5.100	995
Maflow France S.a.	1.550	

Maflow Polska Sp.zo.o	8.075	
Maflow Iberica	678	
	15.403	995

Si ritiene di ridurre a zero il valore della partecipazione. Si segnala che, considerata la dubbia esigibilità dell'attivo, potrebbe esservi necessità di integrazioni per far fronte ai debiti verso terzi per circa Euro 3,1 milioni e debiti intercompany per €3,5 milioni.

Maflow Finance S.p.A.

Maflow Finance S.p.A.		
ATTIVO		PASSIVO
Immobilizzazioni immateriali	0	TFR e fondi similiari 0
Immobilizzazioni materiali	0	Imposte differite 0
Immobilizzazioni finanziarie	0	Passività finanziarie non correnti 0
di cui: Partecipazioni	0	di cui: Debiti M/L.T. per leasing 0
Altre (intercompany)	0	Debiti M/L.T. verso banche 0
Altre (non intercompany)	0	Debiti M/L.T. verso altri 0
		Debiti M/L.T. (intercompany) 0
Imposte anticipate	0	Risconti passivi M/L (contributi governativi) 0
Altri attivi non correnti	0	Altre passività non correnti 0
		Fondi rischi e oneri (parte a M/L.T.) 0
TOTALE ATTIVITA' NON CORRENTI	0	TOTALE PASSIVITA' NON CORRENTI 0
Rimanenze	0	Passività finanziarie correnti 0
		di cui: Debiti B.T. per leasing 0
Crediti commerciali	1.069	Debiti B.T. verso banche 0
di cui: Crediti commerciali (intercompany)	1.069	Debiti B.T. verso altri 0
Crediti commerciali (non intercompany)	0	Debiti B.T. (intercompany) 0
Crediti tributari correnti	4	Fondi rischi e oneri (parte a B.T.) 0
Crediti finanziari correnti	0	Debiti commerciali 0
di cui: Crediti finanziari correnti (intercompany)	0	di cui: Debiti commerciali (intercompany) 0
Crediti finanziari correnti (non intercompany)	0	Debiti commerciali (non intercompany) 0
Liquidità	4	Debiti tributari 0
		Altri debiti 0
		di cui: Altri debiti (intercompany) 0
		Altri debiti (non intercompany) 0
TOTALE ATTIVITA' CORRENTI	1.077	TOTALE PASSIVITA' CORRENTI 0
		Capitale sociale 1.000
		Riserve 77
		Utile (Perdita) del periodo 0
		TOTALE PATRIMONIO NETTO 1.077
TOTALE ATTIVITA'	1.077	TOTALE PASSIVO E PATRIMONIO NETTO 1.077

Valori espressi in migliaia di euro

La partecipazione del 100% in Maflow Finance S.p.A. è stata valorizzata al 31 dicembre 2008 per un importo pari a €1.112 migliaia contro un patrimonio netto di €1.077 migliaia. Il totale attivo della Partecipata è di €1.077 migliaia che si può così scomporre:

- Disponibilità liquide €4 migliaia;
- Crediti verso Maflow S.p.A. €1.069 migliaia;
- Crediti IVA €3 migliaia.

La Società non è operativa, non esistono dati di conto economico. La quasi totalità dell'attivo è costituita da crediti verso la Maflow S.p.A., l'unica parte certamente utilizzabile sono le disponibilità liquide. Si ritiene, per prudenza, di ridurre a zero il valore della partecipazione.

Maflow Components (Dalian) Co. Ltd

Maflow Components (Dalian) Co., Ltd.		
ATTIVO		PASSIVO
Immobilizzazioni immateriali	239	TFR e fondi similari 0
Immobilizzazioni materiali	3.692	Imposte differite 2
Immobilizzazioni finanziarie	0	Passività finanziarie non correnti 1.546
di cui: Partecipazioni	0	di cui: Debiti M/L.T. per leasing 0
Altre (intercompany)	0	Debiti M/L.T. verso banche 0
Altre (non intercompany)	0	Debiti M/L.T. verso altri 1.546
		Debiti M/L.T. (intercompany) 0
Imposte anticipate	0	Risconti passivi M/L (contributi governativi) 0
Altri attivi non correnti	0	Altre passività non correnti 0
		Fondi rischi e oneri (parte a M/L.T.) 0
TOTALE ATTIVITA' NON CORRENTI	3.931	TOTALE PASSIVITA' NON CORRENTI 1.548
Rimanenze	1.077	Passività finanziarie correnti 2.281
		di cui: Debiti B.T. per leasing 0
Crediti commerciali	1.199	Debiti B.T. verso banche 0
di cui: Crediti commerciali (intercompany)	906	Debiti B.T. verso altri 250
Crediti commerciali (non intercompany)	293	Debiti B.T. (intercompany) 2.031
Crediti tributari correnti	460	Fondi rischi e oneri (parte a B.T.) 0
Crediti finanziari correnti	0	Debiti commerciali 2.003
di cui: Crediti finanziari correnti (intercompany)	0	di cui: Debiti commerciali (intercompany) 619
Crediti finanziari correnti (non intercompany)	0	Debiti commerciali (non intercompany) 1.384
Liquidità	576	Debiti tributari 2
		Altri debiti (13)
		di cui: Altri debiti (intercompany) 0
		Altri debiti (non intercompany) (13)
TOTALE ATTIVITA' CORRENTI	3.312	TOTALE PASSIVITA' CORRENTI 4.273
		Capitale sociale 5.432
		Riserve (2.475)
		Utile (Perdita) del periodo (1.535)
		TOTALE PATRIMONIO NETTO 1.422
TOTALE ATTIVITA'	7.243	TOTALE PASSIVO E PATRIMONIO NETTO 7.243

Valori espressi in migliaia di euro

La partecipazione del 51% in Maflow Components (Dalian) Co. Ltd è stata valorizzata al 31 dicembre 2008 per un importo pari a € 1.747 migliaia contro un patrimonio netto di € 1.422 migliaia (il 51% è € 725 migliaia). Il totale attivo della Partecipata è di € 7.243 migliaia che si può così scomporre:

- Immobilizzazioni immateriali € 239 migliaia di cui 72 avviamento e 167 utilizzo software;
- Impianti e macchinari € 3.189 migliaia;
- Attrezzature industriali e commerciali € 1.108 migliaia;
- Automobili € 28 migliaia;

- Altri beni €291 migliaia;
- Terreni e Fabbricati €76 migliaia;
- Anticipi €233 migliaia;
- Crediti IVA €460 migliaia;
- Crediti intercompany €906 migliaia;
- Rimanenze € 1.077 migliaia, di cui: materie prime 704, prodotti finiti 65, semilavorati 152, merci in transito 81, resi 100 e fondo svalutazione -25;
- Crediti verso terzi €60 migliaia;
- Disponibilità liquide €576 migliaia.

CONTO ECONOMICO	
Vendite beni e servizi	1.681
Altri ricavi	(3)
<i>Totale ricavi</i>	<u>1.678</u>
Costi operativi	(2.978)
<i>EBITDA</i>	<u>(1.300)</u>
Ammortamenti e svalutazioni	(280)
<i>Risultato operativo</i>	<u>(1.580)</u>
Proventi e oneri finanziari	46
Utili (perdite) su partecipazioni	0
Utili (perdite) su vendita investimenti	0
<i>Risultato ante imposte</i>	<u>(1.534)</u>
Imposte sul reddito	(2)
<i>Risultato netto</i>	<u>(1.536)</u>

Valori espressi in migliaia di euro

Nel corso del 2008 la Maflow S.p.A. ha ceduto il 49% della Società alla Codan Gummi AS della quale possiede il 100% tramite Maflow Gummi AS. L'attivo può essere utilizzato per ottenere liquidità, ad eccezione di:

- Terreni e Fabbricati (che il diritto cinese considera in modo diverso dal diritto italiano);

- le immobilizzazioni immateriali;
- crediti intercompany (sono difficili da riscuotere per le difficoltà finanziarie del Gruppo e per mancanza di maggiori dettagli è impossibile valutarne la compensabilità con i debiti).

Si ritiene di valutare la partecipazione con il criterio del Patrimonio netto risultante al 31 dicembre 2008, rettificandolo sia delle voci sopra descritte (€ 1.221 migliaia) con l'evoluzione negativa dello stesso nei primi mesi del 2009, portando il valore al 51% del patrimonio netto rettificato della partecipata, ovvero Euro 839 migliaia.

Maflow Holland NV

Maflow Holland NV		
ATTIVO		PASSIVO
Immobilizzazioni immateriali	0	TFR e fondi similiari 0
Immobilizzazioni materiali	29	Imposte differite 0
Immobilizzazioni finanziarie	0	Passività finanziarie non correnti 1.200
di cui: Partecipazioni	0	di cui: Debiti M/L.T. per leasing 0
Altre (intercompany)	0	Debiti M/L.T. verso banche 0
Altre (non intercompany)	0	Debiti M/L.T. verso altri 0
		Debiti M/L.T. (intercompany) 1.200
Imposte anticipate	0	Risconti passivi M/L (contributi governativi) 0
Altri attivi non correnti	0	Altre passività non correnti 0
		Fondi rischi e oneri (parte a M/L.T.) 0
TOTALE ATTIVITA' NON CORRENTI	29	TOTALE PASSIVITA' NON CORRENTI 1.200
Rimanenze	0	Passività finanziarie correnti 29
		di cui: Debiti B.T. per leasing 0
Crediti commerciali	1.290	Debiti B.T. verso banche 0
di cui: Crediti commerciali (intercompany)	1.252	Debiti B.T. verso altri 0
Crediti commerciali (non intercompany)	38	Debiti B.T. (intercompany) 29
Crediti tributari correnti	4	Fondi rischi e oneri (parte a B.T.) 0
Crediti finanziari correnti	0	Debiti commerciali 224
di cui: Crediti finanziari correnti (intercompany)	0	di cui: Debiti commerciali (intercompany) 0
Crediti finanziari correnti (non intercompany)	0	Debiti commerciali (non intercompany) 224
Liquidità	13	Debiti tributari 34
		Altri debiti (27)
		di cui: Altri debiti (intercompany) 0
		Altri debiti (non intercompany) (27)
TOTALE ATTIVITA' CORRENTI	1.307	TOTALE PASSIVITA' CORRENTI 260
		Capitale sociale 210
		Riserve (492)
		Utile (Perdita) del periodo 158
		TOTALE PATRIMONIO NETTO (124)
TOTALE ATTIVITA'	1.336	TOTALE PASSIVO E PATRIMONIO NETTO 1.336

Valori espressi in migliaia di euro

La partecipazione del 100% in Maflow Holland NV. è stata valorizzata al 31 dicembre 2008 per un importo pari a zero contro un patrimonio netto **negativo** di €124 migliaia. Il totale attivo della Partecipata è di €1.336 migliaia che si può così scomporre:

- Attrezzature industriali e commerciali €29 migliaia;
- Disponibilità liquide €13 migliaia;
- Crediti intercompany €1.252 migliaia;
- Crediti verso terzi €38 migliaia;

- Crediti IVA €4 migliaia.

CONTO ECONOMICO	
Vendite beni e servizi	0
Altri ricavi	2.012
<i>Totale ricavi</i>	2.012
Costi operativi	(1.804)
<i>EBITDA</i>	208
Ammortamenti e svalutazioni	(18)
<i>Risultato operativo</i>	190
Proventi e oneri finanziari	(29)
Utili (perdite) su partecipazioni	(3)
Utili (perdite) su vendita investimenti	0
<i>Risultato ante imposte</i>	158
Imposte sul reddito	0
<i>Risultato netto</i>	158

Valori espressi in migliaia di euro

Il 94% dell'attivo è costituito da crediti intercompany. Nell'attivo non ci sono molti beni liquidabili per far fronte alle obbligazioni aziendali e residuare un margine per la Controllante. Essendo una Società di servizio per il Gruppo, non si ritiene abbia alcun valore come azienda nel suo complesso. Si ritiene di ridurre a zero il valore della partecipazione. Si segnala che, considerata la dubbia esigibilità dell'attivo, potrebbe esservi necessità di integrazioni per far fronte ai debiti verso terzi per circa €0,2 milioni, €0,124 milioni di patrimonio netto negativo e debiti finanziari intercompany per €1,2 milioni. È già stato accantonato un Fondo specifico in Maflow S.p.A. per il ripianamento del patrimonio netto per Euro 0,124 milioni.

Maflow KK (Giappone)

Maflow KK		
ATTIVO	PASSIVO	
Immobilizzazioni immateriali	8 TFR e fondi similiari	0
Immobilizzazioni materiali	16 Imposte differite	0
Immobilizzazioni finanziarie	39 Passività finanziarie non correnti	0
di cui: Partecipazioni	0 di cui: Debiti M/L.T. per leasing	0
Altre (intercompany)	0 Debiti M/L.T. verso banche	0
Altre (non intercompany)	39 Debiti M/L.T. verso altri	0
	Debiti M/L.T. (intercompany)	0
Imposte anticipate	0 Risconti passivi M/L (contributi governativi)	0
Altri attivi non correnti	0 Altre passività non correnti	0
	Fondi rischi e oneri (parte a M/L.T.)	0
TOTALE ATTIVITA' NON CORRENTI	63	0
Rimanenze	114 Passività finanziarie correnti	0
	di cui: Debiti B.T. per leasing	0
Crediti commerciali	185 Debiti B.T. verso banche	0
di cui: Crediti commerciali (intercompany)	0 Debiti B.T. verso altri	0
Crediti commerciali (non intercompany)	185 Debiti B.T. (intercompany)	0
Crediti tributari correnti	25 Fondi rischi e oneri (parte a B.T.)	0
Crediti finanziari correnti	0 Debiti commerciali	435
di cui: Crediti finanziari correnti (intercompany)	0 di cui: Debiti commerciali (intercompany)	367
Crediti finanziari correnti (non intercompany)	0 Debiti commerciali (non intercompany)	68
Liquidità	146 Debiti tributari	14
	Altri debiti	1
	di cui: Altri debiti (intercompany)	0
	Altri debiti (non intercompany)	1
TOTALE ATTIVITA' CORRENTI	470	450
	Capitale sociale	275
	Riserve	(10)
	Utile (Perdita) del periodo	(182)
	TOTALE PATRIMONIO NETTO	83
TOTALE ATTIVITA'	533	533

Valori espressi in migliaia di euro

La partecipazione del 100% in Maflow KK. è stata valorizzata al 31 dicembre 2008 per un importo pari a €279 migliaia contro un patrimonio netto di €83 migliaia. Il totale attivo della Partecipata è di €533 migliaia che si può così scomporre:

- Immobilizzazioni immateriali €8 migliaia;
- Attrezzature industriali e commerciali €16 migliaia;
- Disponibilità liquide €146 migliaia;
- Depositi cauzionali €39 migliaia;

- Crediti verso terzi €185 migliaia;
- Crediti IVA €25 migliaia;
- Rimanenze €114, di cui 59 prodotti finiti e 55 merci in transito.

CONTO ECONOMICO	
Vendite beni e servizi	228
Altri ricavi	0
<i>Totale ricavi</i>	228
Costi operativi	(410)
<i>EBITDA</i>	(182)
Ammortamenti e svalutazioni	0
<i>Risultato operativo</i>	(182)
Proventi e oneri finanziari	0
Utili (perdite) su partecipazioni	0
Utili (perdite) su vendita investimenti	0
<i>Risultato ante imposte</i>	(182)
Imposte sul reddito	0
<i>Risultato netto</i>	(182)

Valori espressi in migliaia di euro

La Società è stata costituita nel 2008 e svolge attività commerciale. Gli attivi a disposizione sono utilizzabili per ottenere liquidità, pertanto per valutare la partecipazione ci si basa sul criterio del patrimonio netto al 31 dicembre 2008 (€83 migliaia) rettificato per l'evoluzione dello stesso nei primi quattro mesi del 2009. Dall'analisi svolta risulta che già nei primi mesi del 2009, il patrimonio netto della partecipata è diventato negativo; la valutazione della stessa si porta dunque a zero. Si segnala che, considerata la dubbia esigibilità dell'attivo, potrebbe esservi necessità di integrazioni per far fronte ai debiti verso società intercompany per circa € 0,4 milioni e debiti verso terzi per circa €0,1 milioni; inoltre, le possibili necessità finanziarie per la copertura nel deficit di patrimonio netto ammontano a circa Euro 145 migliaia.

Maflow Korea Ltd

Maflow Korea Ltd.		
ATTIVO		PASSIVO
Immobilizzazioni immateriali	0	TFR e fondi similiari 0
Immobilizzazioni materiali	3	Imposte differite 0
Immobilizzazioni finanziarie	9	Passività finanziarie non correnti 0
di cui: Partecipazioni	0	di cui: Debiti M/L.T. per leasing 0
Altre (intercompany)	0	Debiti M/L.T. verso banche 0
Altre (non intercompany)	9	Debiti M/L.T. verso altri 0
		Debiti M/L.T. (intercompany) 0
Imposte anticipate	0	Risconti passivi M/L (contributi governativi) 0
Altri attivi non correnti	0	Altre passività non correnti 0
		Fondi rischi e oneri (parte a M/L.T.) 0
TOTALE ATTIVITA' NON CORRENTI	12	TOTALE PASSIVITA' NON CORRENTI 0
Rimanenze	0	Passività finanziarie correnti 193
		di cui: Debiti B.T. per leasing 0
Crediti commerciali	222	Debiti B.T. verso banche 0
di cui: Crediti commerciali (intercompany)	222	Debiti B.T. verso altri 0
Crediti commerciali (non intercompany)	0	Debiti B.T. (intercompany) 193
Crediti tributari correnti	0	Fondi rischi e oneri (parte a B.T.) 14
Crediti finanziari correnti	0	Debiti commerciali 1
di cui: Crediti finanziari correnti (intercompany)	0	di cui: Debiti commerciali (intercompany) 0
Crediti finanziari correnti (non intercompany)	0	Debiti commerciali (non intercompany) 1
Liquidità	13	Debiti tributari 3
		Altri debiti 0
		di cui: Altri debiti (intercompany) 0
		Altri debiti (non intercompany) 0
TOTALE ATTIVITA' CORRENTI	235	TOTALE PASSIVITA' CORRENTI 211
		Capitale sociale 39
		Riserve (43)
		Utile (Perdita) del periodo 40
		TOTALE PATRIMONIO NETTO 36
TOTALE ATTIVITA'	247	TOTALE PASSIVO E PATRIMONIO NETTO 247

Valori espressi in migliaia di euro

La partecipazione del 100% in Maflow Korea Ltd. è stata valorizzata al 31 dicembre 2008 per un importo pari a €41 migliaia contro un patrimonio netto di €36 migliaia. Il totale attivo della Partecipata è di €247 migliaia che si può così scomporre:

- Attrezzature industriali e commerciali €3 migliaia;
- Disponibilità liquide €13 migliaia;
- Depositi cauzionali €9 migliaia;
- Crediti intercompany €222 migliaia;

CONTO ECONOMICO	
Vendite beni e servizi	0
Altri ricavi	295
<i>Totale ricavi</i>	295
Costi operativi	(248)
<i>EBITDA</i>	47
Ammortamenti e svalutazioni	(1)
<i>Risultato operativo</i>	46
Proventi e oneri finanziari	(6)
Utili (perdite) su partecipazioni	0
Utili (perdite) su vendita investimenti	0
<i>Risultato ante imposte</i>	40
Imposte sul reddito	0
<i>Risultato netto</i>	40

Valori espressi in migliaia di euro

La Società è stata costituita nel 2007 e svolge attività commerciale. Gli attivi a disposizione sono costituiti principalmente da crediti intercompany, quindi di difficile riscossione. Si ritiene che il valore della partecipazione possa essere portato prudenzialmente a zero. Si segnala che, considerata la dubbia esigibilità dell'attivo, potrebbe esservi necessità di integrazioni per far fronte ai debiti verso società intercompany per circa Euro 0,2 milioni.

Maflow North America Inc.

Maflow North America, Inc.			
ATTIVO		PASSIVO	
Immobilizzazioni immateriali	102	TFR e fondi similari	0
Immobilizzazioni materiali	3	Imposte differite	0
Immobilizzazioni finanziarie	1	Passività finanziarie non correnti	216
di cui: Partecipazioni	0	di cui: Debiti M/L.T. per leasing	0
Altre (intercompany)	0	Debiti M/L.T. verso banche	0
Altre (non intercompany)	1	Debiti M/L.T. verso altri	0
		Debiti M/L.T. (intercompany)	216
Imposte anticipate	0	Risconti passivi M/L (contributi governativi)	0
Altri attivi non correnti	0	Altre passività non correnti	0
		Fondi rischi e oneri (parte a M/L.T.)	0
TOTALE ATTIVITA' NON CORRENTI	106	TOTALE PASSIVITA' NON CORRENTI	216
Rimanenze	0	Passività finanziarie correnti	11
Crediti commerciali	228	di cui: Debiti B.T. per leasing	0
di cui: Crediti commerciali (intercompany)	213	Debiti B.T. verso banche	0
Crediti commerciali (non intercompany)	15	Debiti B.T. verso altri	0
		Debiti B.T. (intercompany)	11
Crediti tributari correnti	0	Fondi rischi e oneri (parte a B.T.)	0
Crediti finanziari correnti	0	Debiti commerciali	69
di cui: Crediti finanziari correnti (intercompany)	0	di cui: Debiti commerciali (intercompany)	13
Crediti finanziari correnti (non intercompany)	0	Debiti commerciali (non intercompany)	56
Liquidità	3	Debiti tributari	0
		Altri debiti	5
		di cui: Altri debiti (intercompany)	0
		Altri debiti (non intercompany)	5
TOTALE ATTIVITA' CORRENTI	231	TOTALE PASSIVITA' CORRENTI	85
		Capitale sociale	56
		Riserve	(69)
		Utile (Perdita) del periodo	49
		TOTALE PATRIMONIO NETTO	36
TOTALE ATTIVITA'	337	TOTALE PASSIVO E PATRIMONIO NETTO	337

Valori espressi in migliaia di euro

La partecipazione del 100% in Maflow North America Inc. è stata valorizzata al 31 dicembre 2008 per un importo pari a €86 migliaia contro un patrimonio netto di €36 migliaia. Il totale attivo della Partecipata è di €337 migliaia che si può così scomporre:

- Immobilizzazioni immateriali €102 migliaia
- Attrezzature industriali e commerciali €3 migliaia;
- Disponibilità liquide €3 migliaia;
- Depositi cauzionali €1 migliaia;
- Crediti intercompany €213 migliaia;

- Crediti verso terzi €15 migliaia

CONTO ECONOMICO	
Vendite beni e servizi	34
Altri ricavi	394
<i>Totale ricavi</i>	428
Costi operativi	(331)
<i>EBITDA</i>	97
Ammortamenti e svalutazioni	(35)
<i>Risultato operativo</i>	62
Proventi e oneri finanziari	(13)
Utili (perdite) su partecipazioni	0
Utili (perdite) su vendita investimenti	0
<i>Risultato ante imposte</i>	49
Imposte sul reddito	0
<i>Risultato netto</i>	49

Valori espressi in migliaia di euro

La Società svolge attività commerciale. Gli attivi a disposizione sono costituiti principalmente da crediti intercompany (quindi di difficile riscossione) e immobilizzazioni immateriali. Si ritiene che il valore della partecipazione possa essere portato prudenzialmente a zero. Restano debiti verso terzi per €0,1 milioni e verso intercompany per €0,2 milioni, inoltre, le possibili necessità finanziarie per la copertura nel deficit di patrimonio netto ammontano a circa Euro 279 migliaia.

Maflow Mexico SA del C.V.

Maflow de Mexico de C.V.		
ATTIVO		PASSIVO
Immobilizzazioni immateriali	0	TFR e fondi similari 0
Immobilizzazioni materiali	1.478	Imposte differite 0
Immobilizzazioni finanziarie	0	Passività finanziarie non correnti 0
di cui: Partecipazioni	0	di cui: Debiti M/L.T. per leasing 0
Altre (intercompany)	0	Debiti M/L.T. verso banche 0
Altre (non intercompany)	0	Debiti M/L.T. verso altri 0
		Debiti M/L.T. (intercompany) 0
Imposte anticipate	0	Risconti passivi M/L (contributi governativi) 0
Altri attivi non correnti	0	Altre passività non correnti 0
		Fondi rischi e oneri (parte a M/L.T.) 0
TOTALE ATTIVITA' NON CORRENTI	1.478	TOTALE PASSIVITA' NON CORRENTI 0
Rimanenze	820	Passività finanziarie correnti 0
Crediti commerciali	1.154	di cui: Debiti B.T. per leasing 0
di cui: Crediti commerciali (intercompany)	175	Debiti B.T. verso banche 0
Crediti commerciali (non intercompany)	979	Debiti B.T. verso altri 0
		Debiti B.T. (intercompany) 0
Crediti tributari correnti	418	Fondi rischi e oneri (parte a B.T.) 0
Crediti finanziari correnti	0	Debiti commerciali 2.223
di cui: Crediti finanziari correnti (intercompany)	0	di cui: Debiti commerciali (intercompany) 1.053
Crediti finanziari correnti (non intercompany)	0	Debiti commerciali (non intercompany) 1.170
Liquidità	107	Debiti tributari 89
		Altri debiti (6)
		di cui: Altri debiti (intercompany) 0
		Altri debiti (non intercompany) (6)
TOTALE ATTIVITA' CORRENTI	2.499	TOTALE PASSIVITA' CORRENTI 2.306
		Capitale sociale 690
		Riserve 4.883
		Utile (Perdita) del periodo (3.902)
		TOTALE PATRIMONIO NETTO 1.671
TOTALE ATTIVITA'	3.977	TOTALE PASSIVO E PATRIMONIO NETTO 3.977

Valori espressi in migliaia di euro

La partecipazione del 100% in Maflow Mexico SA del C.V. è stata valorizzata al 31 dicembre 2008 per un importo pari a €1.672 migliaia contro un patrimonio netto di €1.671 migliaia. Il totale attivo della Partecipata è di €3.977 migliaia che si può così scomporre:

- Impianti e macchinari €1.079 migliaia
- Altre immobilizzazioni materiali €89 migliaia;
- Immobilizzazioni in corso €310 migliaia;
- Disponibilità liquide €107 migliaia;
- Crediti IVA €418 migliaia;

- Crediti intercompany €175 migliaia;
- Crediti verso terzi €979 migliaia

CONTO ECONOMICO	
Vendite beni e servizi	2.678
Altri ricavi	0
<i>Totale ricavi</i>	2.678
Costi operativi	(5.620)
<i>EBITDA</i>	(2.942)
Ammortamenti e svalutazioni	(154)
<i>Risultato operativo</i>	(3.096)
Proventi e oneri finanziari	(806)
Utili (perdite) su partecipazioni	0
Utili (perdite) su vendita investimenti	0
<i>Risultato ante imposte</i>	(3.902)
Imposte sul reddito	0
<i>Risultato netto</i>	(3.902)

Valori espressi in migliaia di euro

La Società svolge attività produttiva. Gli attivi a disposizione sono utilizzabili per ottenere liquidità, pertanto per valutare la partecipazione ci si basa sul criterio del patrimonio netto al 31 dicembre 2008 (€1.671 migliaia) rettificato dei valori dei primi quattro mesi del 2009 e delle immobilizzazioni immateriali per €175 migliaia). Dall'analisi svolta risulta che già nei primi mesi del 2009 il patrimonio netto della partecipata è diminuito; prudenzialmente si porta la valutazione della stessa ad Euro 1.154 migliaia.

Maflow do Brazil Ltda

Maflow do Brasil Ltda			
ATTIVO		PASSIVO	
Immobilizzazioni immateriali	0	TFR e fondi similiari	0
Immobilizzazioni materiali	2.427	Imposte differite	41
Immobilizzazioni finanziarie	0	Passività finanziarie non correnti	0
di cui: Partecipazioni	0	di cui: Debiti M/L.T. per leasing	0
Altre (intercompany)	0	Debiti M/L.T. verso banche	0
Altre (non intercompany)	0	Debiti M/L.T. verso altri	0
		Debiti M/L.T. (intercompany)	0
Imposte anticipate	27	Risconti passivi M/L (contributi governativi)	0
Altri attivi non correnti	0	Altre passività non correnti	0
		Fondi rischi e oneri (parte a M/L.T.)	47
TOTALE ATTIVITA' NON CORRENTI	2.454	TOTALE PASSIVITA' NON CORRENTI	88
Rimanenze	2.201	Passività finanziarie correnti	262
		di cui: Debiti B.T. per leasing	0
Crediti commerciali	613	Debiti B.T. verso banche	262
di cui: Crediti commerciali (intercompany)	0	Debiti B.T. verso altri	0
Crediti commerciali (non intercompany)	613	Debiti B.T. (intercompany)	0
Crediti tributari correnti	156	Fondi rischi e oneri (parte a B.T.)	0
Crediti finanziari correnti	0	Debiti commerciali	4.393
di cui: Crediti finanziari correnti (intercompany)	0	di cui: Debiti commerciali (intercompany)	3.251
Crediti finanziari correnti (non intercompany)	0	Debiti commerciali (non intercompany)	1.142
Liquidità	98	Debiti tributari	48
		Altri debiti	0
		di cui: Altri debiti (intercompany)	0
		Altri debiti (non intercompany)	0
TOTALE ATTIVITA' CORRENTI	3.068	TOTALE PASSIVITA' CORRENTI	4.703
		Capitale sociale	8.205
		Riserve	(6.044)
		Utile (Perdita) del periodo	(1.430)
		TOTALE PATRIMONIO NETTO	731
TOTALE ATTIVITA'	5.522	TOTALE PASSIVO E PATRIMONIO NETTO	5.522

Valori espressi in migliaia di euro

La partecipazione del 99,98% in Maflow do Brazil Ltda è stata valorizzata al 31 dicembre 2008 per un importo pari a €2.676 migliaia contro un patrimonio netto di €731 migliaia. Il totale attivo della Partecipata è di €5.522 migliaia che si può così scomporre:

- Impianti e macchinari €1.917 migliaia
- Altre immobilizzazioni materiali €510 migliaia;
- Imposte anticipate €27 migliaia;
- Disponibilità liquide €98 migliaia;
- Crediti IVA €156 migliaia;

- Crediti verso terzi €613 migliaia

CONTO ECONOMICO	
Vendite beni e servizi	11.308
Altri ricavi	131
<i>Totale ricavi</i>	<u>11.439</u>
Costi operativi	(11.579)
<i>EBITDA</i>	<u>(140)</u>
Ammortamenti e svalutazioni	(455)
<i>Risultato operativo</i>	<u>(595)</u>
Proventi e oneri finanziari	(799)
Utili (perdite) su partecipazioni	0
Utili (perdite) su vendita investimenti	0
<i>Risultato ante imposte</i>	<u>(1.394)</u>
Imposte sul reddito	(36)
<i>Risultato netto</i>	<u>(1.430)</u>

Valori espressi in migliaia di euro

La Società svolge attività produttiva. Gli attivi a disposizione sono utilizzabili per ottenere liquidità, ad eccezione delle imposte anticipate, pertanto per valutare la partecipazione ci si basa sul criterio del patrimonio netto al 31 dicembre 2008 (€731 migliaia) rettificato dei valori dei primi quattro mesi del 2009. Dall'analisi svolta risulta che già al 31 dicembre 2008, il patrimonio netto della partecipata non tiene conto dell'utilizzo del credito di Maflow S.p.A. di € 2.020 migliaia per conferimento in conto futuro aumento capitale. La valutazione della partecipazione è pari ad Euro 2.155 migliaia.

Maflow France SA

Maflow France SA		
ATTIVO		PASSIVO
Immobilizzazioni immateriali	1.390	TFR e fondi similari 933
Immobilizzazioni materiali	6.404	Imposte differite 1.133
Immobilizzazioni finanziarie	3.338	Passività finanziarie non correnti 8.225
di cui: Partecipazioni	3.273	di cui: Debiti M/L.T. per leasing 325
Altre (intercompany)	0	Debiti M/L.T. verso banche 0
Altre (non intercompany)	65	Debiti M/L.T. verso altri 0
		Debiti M/L.T. (intercompany) 7.900
Imposte anticipate	(193)	Risconti passivi M/L (contributi governativi) 0
Altri attivi non correnti	0	Altre passività non correnti 8
		Fondi rischi e oneri (parte a M/L.T.) 788
TOTALE ATTIVITA' NON CORRENTI	10.939	TOTALE PASSIVITA' NON CORRENTI 11.087
Rimanenze	2.805	Passività finanziarie correnti 1.082
		di cui: Debiti B.T. per leasing 235
Crediti commerciali	2.309	Debiti B.T. verso banche 768
di cui: Crediti commerciali (intercompany)	588	Debiti B.T. verso altri 0
Crediti commerciali (non intercompany)	1.721	Debiti B.T. (intercompany) 79
Crediti tributari correnti	79	Fondi rischi e oneri (parte a B.T.) 0
Crediti finanziari correnti	0	Debiti commerciali 9.724
di cui: Crediti finanziari correnti (intercompany)	0	di cui: Debiti commerciali (intercompany) 5.507
Crediti finanziari correnti (non intercompany)	0	Debiti commerciali (non intercompany) 4.217
Liquidità	1	Debiti tributari 1.376
		Altri debiti (118)
		di cui: Altri debiti (intercompany) 0
		Altri debiti (non intercompany) (118)
TOTALE ATTIVITA' CORRENTI	5.194	TOTALE PASSIVITA' CORRENTI 12.064
		Capitale sociale 491
		Riserve (4.956)
		Utile (Perdita) del periodo (2.553)
		TOTALE PATRIMONIO NETTO (7.018)
TOTALE ATTIVITA'	16.133	TOTALE PASSIVO E PATRIMONIO NETTO 16.133

Valori espressi in migliaia di euro

La partecipazione del 99,98% in Maflow France SA è stata valorizzata al 31 dicembre 2008 per un importo pari a zero contro un patrimonio netto **negativo** di €7.018 migliaia. Il totale attivo della Partecipata è di €16.133 migliaia che si può così scomporre:

- Immobilizzazioni immateriali €1.390 migliaia, di cui avviamento €1.378 migliaia;
- Immobili €2.442 migliaia;
- Impianti e macchinari €3.637 migliaia;
- Altre immobilizzazioni €325 migliaia;
- Imposte differite €193 migliaia;

- Partecipazione in Maflow Components Iberica €3.273 migliaia;
- Finanziamenti a terzi €65 migliaia;
- Disponibilità liquide €1 migliaia;
- Crediti IVA €79 migliaia;
- Crediti verso terzi €1.721 migliaia;
- Crediti Intercompany €588 migliaia;

CONTO ECONOMICO	
Vendite beni e servizi	25.489
Altri ricavi	133
<i>Totale ricavi</i>	25.622
Costi operativi	(26.104)
<i>EBITDA</i>	(482)
Ammortamenti e svalutazioni	(1.217)
<i>Risultato operativo</i>	(1.699)
Proventi e oneri finanziari	(730)
Utili (perdite) su partecipazioni	0
Utili (perdite) su vendita investimenti	79
<i>Risultato ante imposte</i>	(2.350)
Imposte sul reddito	(204)
<i>Risultato netto</i>	(2.554)

Valori espressi in migliaia di euro

La Società svolge attività produttiva. Gli attivi a disposizione sono utilizzabili per ottenere liquidità, ad eccezione delle immobilizzazioni immateriali e dei crediti intercompany, pertanto per valutare la partecipazione ci si basa sul criterio del patrimonio netto al 31 dicembre 2008 (negativo per € 7.018 migliaia) rettificato delle poste indicate e della riduzione dei valori di patrimonio netto dei primi quattro mesi del 2009. Dall'analisi svolta risulta che il valore assegnato alla partecipazione al 31 dicembre 2008 sia congruo rispetto alla situazione della Società. Si conferma il valore della partecipazione a zero.

Si segnala che dal bilancio disponibile risulta che rimangano da ripianare: il patrimonio netto per circa €8,5 milioni (di cui €3,255 milioni già stanziati in Maflow S.p.A. come ripianamento

perdite), debiti finanziari verso Maflow S.p.A. (erano €1,9 milioni al 31 dicembre 2008, oggetto - in forza dell'accordo in precedenza citato - di conferimento in conto futuro aumento capitale), debiti Finanziari verso la Maflow Components Iberica S.L. per € 6 milioni (controllata direttamente al 100%), debiti commerciali intercompany per €5,5 milioni e debiti verso terzi per €8.524 migliaia.

Inoltre, Maflow France S.A. possiede il 100% di Maflow Components Iberica S.L il cui valore di libro è inferiore al PN rettificato.

Si ritiene di non apportare modifiche al valore d'iscrizione in Maflow France S.A. poiché - come si vedrà nel dettaglio della Maflow Components Iberica S.L. - il suo attivo è composto essenzialmente da crediti intercompany.

La Maflow France S.A. conduce un immobile in *leasing* iscritto a bilancio (secondo principi IFRS) il cui plusvalore inespresso rispetto al valore di mercato risultante da una perizia del 2007 è circa €5.700 migliaia. Al primo quadrimestre 2009 il debito residuo per *leasing* risulta di €441 migliaia. A causa della non recente perizia e della condizione (non ancora verificata) di riscatto del bene, si ritiene di non aumentare il valore della partecipazione.

Maflow Components Iberica SL

Maflow Components Iberica SL		
ATTIVO		PASSIVO
Immobilizzazioni immateriali	199	TFR e fondi similari 0
Immobilizzazioni materiali	1.720	Imposte differite 73
Immobilizzazioni finanziarie	23	Passività finanziarie non correnti 926
di cui: Partecipazioni	0	di cui: Debiti M/L.T. per leasing 0
Altre (intercompany)	0	Debiti M/L.T. verso banche 926
Altre (non intercompany)	23	Debiti M/L.T. verso altri 0
		Debiti M/L.T. (intercompany) 0
Imposte anticipate	0	Risconti passivi M/L (contributi governativi) 0
Altri attivi non correnti	0	Altre passività non correnti 0
		Fondi rischi e oneri (parte a M/L.T.) 23
TOTALE ATTIVITA' NON CORRENTI	1.942	TOTALE PASSIVITA' NON CORRENTI 1.022
Rimanenze	1.157	Passività finanziarie correnti 1.912
		di cui: Debiti B.T. per leasing 0
Crediti commerciali	3.087	Debiti B.T. verso banche 472
di cui: Crediti commerciali (intercompany)	202	Debiti B.T. verso altri 1.440
Crediti commerciali (non intercompany)	2.885	Debiti B.T. (intercompany) 0
Crediti tributari correnti	2	Fondi rischi e oneri (parte a B.T.) 0
Crediti finanziari correnti	6.800	Debiti commerciali 4.272
di cui: Crediti finanziari correnti (intercompany)	6.800	di cui: Debiti commerciali (intercompany) 2.284
Crediti finanziari correnti (non intercompany)	0	Debiti commerciali (non intercompany) 1.988
Liquidità	552	Debiti tributari (3)
		Altri debiti 0
		di cui: Altri debiti (intercompany) 0
		Altri debiti (non intercompany) 0
TOTALE ATTIVITA' CORRENTI	11.598	TOTALE PASSIVITA' CORRENTI 6.181
		Capitale sociale 889
		Riserve 6.216
		Utile (Perdita) del periodo (768)
		TOTALE PATRIMONIO NETTO 6.337
TOTALE ATTIVITA'	13.540	TOTALE PASSIVO E PATRIMONIO NETTO 13.540

Valori espressi in migliaia di euro

La partecipazione del 100% di Maflow France SA in Maflow Components Iberica SL è stata valorizzata al 31 dicembre 2008 per un importo pari a €3.273 migliaia contro un patrimonio netto di €6.337 migliaia. Il totale attivo della Partecipata è di €13.540 migliaia che si può così scomporre:

- Immobilizzazioni immateriali €199 migliaia;
- Immobilizzazioni materiali non dettagliate €1.720 migliaia;
- Altri depositi €23 migliaia;
- Rimanenze €1.157 migliaia, di cui: materie prime 683, prodotti finiti 396, semilavorati 83, merce in transito 14 e fondo svalutazione -19;

- Finanziamenti intercompany €6.800 migliaia;
- Disponibilità liquide €552 migliaia;
- Crediti tributari €2 migliaia;
- Crediti verso terzi €2.885 migliaia;
- Crediti Intercompany €202 migliaia;

CONTO ECONOMICO	
Vendite beni e servizi	21.451
Altri ricavi	536
<i>Totale ricavi</i>	21.987
Costi operativi	(22.399)
<i>EBITDA</i>	(412)
Ammortamenti e svalutazioni	(490)
<i>Risultato operativo</i>	(902)
Proventi e oneri finanziari	134
Utili (perdite) su partecipazioni	0
Utili (perdite) su vendita investimenti	0
<i>Risultato ante imposte</i>	(768)
Imposte sul reddito	0
<i>Risultato netto</i>	(768)

Valori espressi in migliaia di euro

Si ritiene di non mutare tale valutazione poiché i crediti finanziari verso la società (pari ad €6 milioni) non sono stati rettificati. Gli attivi residui - ad eccezione delle immobilizzazioni immateriali (€ 199 migliaia), dei crediti intercompany (€ 202 migliaia) e degli altri crediti finanziari intercompany (€800 migliaia, non identificati) - sono infatti sufficienti a liquidare i debiti verso terzi. Si conferma la valutazione di €3.273 migliaia, in quanto il patrimonio netto rettificato risulta superiore alla partecipazione iscritta dalla Maflow France S.A.

Maflow Gummi AS

Maflow Gummi A/S		
ATTIVO		PASSIVO
Immobilizzazioni immateriali	0	TFR e fondi similiari 0
Immobilizzazioni materiali	0	Imposte differite 0
Immobilizzazioni finanziarie	9.241	Passività finanziarie non correnti 0
di cui: Partecipazioni	9.241	di cui: Debiti M/L.T. per leasing 0
Altre (intercompany)	0	Debiti M/L.T. verso banche 0
Altre (non intercompany)	0	Debiti M/L.T. verso altri 0
		Debiti M/L.T. (intercompany) 0
Imposte anticipate	0	Risconti passivi M/L (contributi governativi) 0
Altri attivi non correnti	0	Altre passività non correnti 0
		Fondi rischi e oneri (parte a M/L.T.) 0
TOTALE ATTIVITA' NON CORRENTI	9.241	TOTALE PASSIVITA' NON CORRENTI 0
Rimanenze	0	Passività finanziarie correnti 0
		di cui: Debiti B.T. per leasing 0
Crediti commerciali	0	Debiti B.T. verso banche 0
di cui: Crediti commerciali (intercompany)	0	Debiti B.T. verso altri 0
Crediti commerciali (non intercompany)	0	Debiti B.T. (intercompany) 0
Crediti tributari correnti	0	Fondi rischi e oneri (parte a B.T.) 0
Crediti finanziari correnti	350	Debiti commerciali 531
di cui: Crediti finanziari correnti (intercompany)	350	di cui: Debiti commerciali (intercompany) 0
Crediti finanziari correnti (non intercompany)	0	Debiti commerciali (non intercompany) 531
Liquidità	10	Debiti tributari 0
		Altri debiti (10)
		di cui: Altri debiti (intercompany) 0
		Altri debiti (non intercompany) (10)
TOTALE ATTIVITA' CORRENTI	360	TOTALE PASSIVITA' CORRENTI 521
		Capitale sociale 67
		Riserve 9.003
		Utile (Perdita) del periodo 10
		TOTALE PATRIMONIO NETTO 9.080
TOTALE ATTIVITA'	9.601	TOTALE PASSIVO E PATRIMONIO NETTO 9.601

Valori espressi in migliaia di euro

La partecipazione del 100% in Maflow Gummi AS è stata valorizzata al 31 dicembre 2008 per un importo pari a €9.640 contro un patrimonio netto di €9.080 migliaia. Il totale attivo della Partecipata è di €9.601 migliaia che si può così scomporre:

- Partecipazione in Codan Gummi AS per €9.241 migliaia;
- Crediti finanziari intercompany €350 migliaia.

CONTO ECONOMICO	
Vendite beni e servizi	0
Altri ricavi	0
<i>Totale ricavi</i>	<i>0</i>
Costi operativi	(6)
<i>EBITDA</i>	<i>(6)</i>
Ammortamenti e svalutazioni	0
<i>Risultato operativo</i>	<i>(6)</i>
Proventi e oneri finanziari	16
Utili (perdite) su partecipazioni	0
Utili (perdite) su vendita investimenti	0
<i>Risultato ante imposte</i>	<i>10</i>
Imposte sul reddito	0
<i>Risultato netto</i>	<i>10</i>

Valori espressi in migliaia di euro

La Maflow Gummi AS è una holding di partecipazioni, che controlla al 100% la Codan Gummi AS (holding di partecipazioni del Gruppo Codan) che si può così rappresentare:

	Codan Gummi A/S	Codan France Sas	Codan Rubber AS	Codan LingYun Automotive Rubber Hoses Ltd.	Codan Rubber Ltd.	Codan Gummi GmbH	Codan Gummi AB	Codan Argentina Sa	Codan Rubber Mexico SA de CV	Distlan Sa de CV
ATTIVO										
Immobilizzazioni immateriali	0	1	0	7	0	0	0	0	38	6
Immobilizzazioni materiali	0	1.729	460	9.855	348	1	12	817	1.544	6
Immobilizzazioni finanziarie	12.055	1.100	107	0	0	0	0	0	0	0
di cui: Partecipazioni	12.028	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Altre (intercompany)	0	1.100	0	0	0	0	0	0	0	0
Altre (non intercompany)	27	0	107	0	0	0	0	0	0	0
Imposte anticipate	0	0	0	10	50	0	0	6	37	0
Altri attivi non correnti	0	0	0	0	0	0	0	1.128	0	0
TOTALE ATTIVITA' NON CORRENTI	12.055	2.830	567	9.872	398	1	12	1.951	1.619	12
Rimanenze	0	1.602	1.599	1.779	1.523	0	0	760	466	696
Crediti commerciali	8.251	2.145	5.689	3.326	1.530	128	388	457	2.048	804
di cui: Crediti commerciali (intercompany)	583	1.060	4.953	515	703	17	386	139	1.447	103
Crediti commerciali (non intercompany)	7.668	1.085	736	2.811	827	111	2	318	601	701
Crediti tributari correnti	0	201	0	0	0	0	4	445	9	0
Crediti finanziari correnti	160	0	4.083	0	0	0	0	0	0	0
di cui: Crediti finanziari correnti (intercompany)	160	0	4.083	0	0	0	0	0	0	0
Crediti finanziari correnti (non intercompany)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Liquidità	0	45	198	303	468	(13)	1	349	431	78
TOTALE ATTIVITA' CORRENTI	8.411	3.993	11.569	5.408	3.521	115	393	2.011	2.954	1.578
TOTALE ATTIVITA'	20.466	6.823	12.136	15.280	3.919	116	405	3.962	4.573	1.590

Valori espressi in euro migliaia

	Codan Gummi A/S	Codan France Sas	Codan Rubber AS	Codan LingYun Automotive Rubber Hoses Ltd.	Codan Rubber Ltd.	Codan Gummi GmbH	Codan Gummi AB	Codan Argentina Sa	Codan Rubber Mexico SA de CV	Distlan Sa de CV
PASSIVO										
TFR e fondi similari	0	93	0	0	0	107	0	0	77	36
Imposte differite	30	192	526	573	0	0	0	90	313	0
Passività finanziarie non correnti	0	0	0	2.147	0	0	0	0	0	0
di cui: Debiti M/L.T. per leasing	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Debiti M/L.T. verso banche	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Debiti M/L.T. verso altri	0	0	0	1.287	0	0	0	0	0	0
Debiti M/L.T. (intercompany)	0	0	0	860	0	0	0	0	0	0
Risconti passivi M/L (contributi governativi)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Altre passività non correnti	0	0	0	0	0	0	0	20	0	0
Fondi rischi e oneri (parte a M/L.T.)	0	350	0	0	0	0	0	0	0	0
TOTALE PASSIVITA' NON CORRENTI	30	635	526	2.720	0	107	0	110	390	36
Passività finanziarie correnti	1.046	0	2.847	1.162	1.499	0	0	1.717	613	0
di cui: Debiti B.T. per leasing	0	0	0	0	0	0	0	17	0	0
Debiti B.T. verso banche	0	0	2.847	527	0	0	0	132	0	0
Debiti B.T. verso altri	0	0	0	607	0	0	0	2	0	0
Debiti B.T. (intercompany)	1.046	0	0	28	1.499	0	0	1.566	613	0
Fondi rischi e oneri (parte a B.T.)	0	0	398	0	0	0	0	86	0	0
Debiti commerciali	7.176	1.897	3.994	1.543	1.980	10	11	1.266	1.471	1.468
di cui: Debiti commerciali (intercompany)	0	442	1.952	377	1.199	0	0	390	819	1.167
Debiti commerciali (non intercompany)	7.176	1.455	2.042	1.166	781	10	11	876	652	301
Debiti tributari	1	100	695	(20)	23	0	0	35	339	94
Altri debiti	935	86	(20)	0	118	8	0	102	0	0
di cui: Altri debiti (intercompany)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Altri debiti (non intercompany)	935	86	(20)	0	118	8	0	102	0	0
TOTALE PASSIVITA' CORRENTI	9.158	2.083	7.914	2.685	3.620	18	11	3.206	2.423	1.562
Capitale sociale	6.804	1.578	67	3.078	8.972	767	16	829	7.873	4
Riserve	1.915	3.444	3.491	6.515	(8.623)	(699)	288	877	(5.709)	91
Utile (Perdita) del periodo	2.559	(917)	138	282	(50)	(77)	90	(1.060)	(404)	(103)
TOTALE PATRIMONIO NETTO	11.278	4.105	3.696	9.875	299	(9)	394	646	1.760	(8)
TOTALE PASSIVO E PATRIMONIO NETTO	20.466	6.823	12.136	15.280	3.919	116	405	3.962	4.573	1.590

Valori espressi in migliaia di euro

La Codan Gummi AS possiede partecipazioni iscritte in bilancio per € 12.028, delle quali € 2.838 migliaia è il 49% di Maflow Components (Dalian) Co.Ltd. ed €9.190 migliaia riguardano il Gruppo Codan.

	Maflow Gummi A/S	Codan Gummi A/S	Codan France Sas	Codan Rubber AS	Codan LingYun Automotive Rubber Hoses Ltd.	Codan Rubber Ltd.	Codan Gummi GmbH	Codan Gummi AB	Codan Argentina Sa	Codan Rubber Mexico SA de CV	Distlan Sa de CV
Capitale sociale	67	6.804	1.578	67	3.078	8.972	767	16	829	7.873	4
Riserve	9.003	1.915	3.444	3.491	6.515	-8.623	-699	288	877	-5.709	91
Utile (Perdita) del periodo	10	2.559	-917	138	282	-50	-77	90	-1.060	-404	-103
Totale Patrimonio Netto	9.080	11.278	4.105	3.696	9.875	299	-9	394	646	1.760	-8
Rettifiche:											
Crediti intercompany	350	743	1.060	9.036	515	703	17	386	139	1.447	103
Immobilizzazioni immateriali	0	0	1	0	0	7	0	0	0	0	38
Imposte Anticipate	0	0	0	0	0	10	50	0	0	6	37
Altre Immobilizzazioni Finanziarie	0	0	1.100	0	0	0	0	0	0	0	0
Svalutazione partecipazioni	891	2.185	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Patrimonio Netto Rettificato	7.839	8.350	1.944	-5.340	9.360	-421	-76	8	507	307	-186
% di possesso	100%	100%	100%	100%	67%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Valore partecipazione	7.839	8.350	1.944	0	6.271	0	0	8	507	307	0

Valori espressi in migliaia di euro

Relativamente alla prima partecipazione, si propone un aggiustamento pari ad €2.032 in modo da allineare il valore di carico alla quota di pertinenza della Codan Gummi AS ad €806 migliaia. Per le altre partecipazioni relative al Gruppo Codan, si propongono aggiustamenti sulle stesse basi adottate per la valutazione di tutte le altre partecipazioni del Gruppo Maflow. Considerato che non può farsi una netta distinzione fra il Gruppo Maflow ed il Gruppo Codan, si rettificano i patrimoni netti delle partecipate, depurandole dei crediti intercompany, delle imposte anticipate e delle immobilizzazioni immateriali. Si evidenzia inoltre che dalla valutazione di alcune partecipazioni del Gruppo Codan è emerso che portando la partecipazione a zero residuano posizioni debitorie eccedenti il patrimonio netto.

Per le altre attività della Codan Gummi AS si ritiene di eliminare i crediti infragruppo per €743 migliaia.

Il patrimonio netto rettificato risultante è il seguente:

Patrimonio netto da bilancio al 31 dicembre 2008	11.278
Svalutazione partecipazione Maflow Components (Dalian)Co.Ltd.	(2.032) ⁽¹⁷⁾
Svalutazione partecipazioni Gruppo Codan	(153)
Svalutazione Crediti intercompany	<u>(743)</u>
	8.350

Si propone di svalutare la partecipazione in Codan Gummi AS di €891 migliaia, portandola da €9.241 migliaia a €8.350 migliaia.

Su questa base, si calcola il patrimonio netto rettificato di Maflow Gummi A/S come segue:

Patrimonio netto da bilancio al 31 dicembre 2008	9.080
Svalutazione partecipazione Codan Gummi AS	(891)
Svalutazione Crediti intercompany	<u>(350)</u>
	7.839

In conclusione, la svalutazione della partecipazione detenuta da Maflow S.p.A. in Maflow Gummi AS deve essere rettificata di €1.801 migliaia per allinearla al valore del patrimonio netto rettificato, pari ad Euro 7.839 migliaia.

⁽¹⁷⁾ Il valore è dato dalla differenza fra il valore di carico di €2.838 migliaia ed il 49% del patrimonio netto di Euro 1.645 migliaia.

Keumah Flow Co. Ltd.

La partecipazione del 20% in Keumah Flow Co. Ltd è stata valorizzata al 31 dicembre 2008 per un importo pari ad € 835 migliaia contro un patrimonio netto di competenza pari a € 589 migliaia. Si rettifica il valore della collegata in base al criterio del patrimonio netto, sulla base dei valori al 31 dicembre 2008, non avendo alcuna documentazione relativa ai primi mesi del 2009. Considerata la differenza fra il valore della partecipazione ed il patrimonio netto della partecipata, si rettifica il primo di €246 migliaia, portandolo ad Euro 589 migliaia.

Sommario aggiustamenti sul valore delle partecipazioni

Il seguente prospetto riepiloga il valore rettificato delle partecipazioni che considera gli aggiustamenti relativi a:

- rettifiche derivanti dall'analisi dello stato estimativo dell'attivo effettuata nel seguito per Maflow Polska Sp.zo.o.; in particolare si segnala che la somma delle rettifiche rilevate a carico della partecipata Maflow Polska Sp.zo.o. porta ad una riduzione del PN della società pari ad Euro 17.867 mila, imponendo così la svalutazione integrale della partecipazione vantata da Maflow S.p.A., ovvero una rettifica finale dell'importo di Euro 11.282 mila (sono esclusi eventuali fondi rischi per ricostituzione del capitale). Si consideri che il valore della riduzione di PN di Maflow Polska Sp.z o.o. è stato calcolato diminuendo lo storno di attivi individuato nell'analisi dell'ammontare dei risconti passivi correlati alla contabilizzazione del beneficio fiscale per Zone Economiche Speciali (Euro 9.833 mila), anch'esso da azzerare in connessione con il “*deferred tax asset*” ad esso riferito ed ulteriormente dell'importo di Euro 4.183 mila, corrispondente ai debiti commerciali verso la controllante Maflow S.p.A. che hanno già scontato integrale svalutazione in sede di analisi dell'attivo della holding;
- rettifiche derivanti dall'analisi sommaria basata sulla lettura dei *reporting packages* al 31 dicembre 2008 e dei documenti di bilancio disponibili (senza riscontro di dettagli a supporto) per tutte le altre società partecipate;
- recepimento delle riduzioni di patrimonio netto incorse nel primo quadrimestre

2009, sulla base del confronto tra i valori al 31 dicembre 2008 e al 30 aprile 2009 (valori a principi contabili IFRS).

	MAN Servizi S.r.l.	Maflow Polska Sp.z.oo.	Maflow North America, Inc.	Maflow de Mexico de C.V.	Maflow KK	Maflow Finance S.p.A.	Maflow Holland NV	Maflow France SA	Maflow do Brasil Ltda	Maflow Components (Dalian) Co., Ltd.	Maflow Korea Ltd.	Maflow Gummi A/S	Maflow Components Iberica SL
	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	99,98%	99,99%	51%	100%	100%	100%
Capitale sociale	100	16.667	56	690	275	1.000	210	491	8.205	5.432	39	67	889
Riserve	316	7.305	(69)	4.883	(10)	77	(492)	(4.956)	(6.044)	(2.475)	(43)	9.003	6.216
Rinunce al credito da Maflow SpA recepite nel 2009 dalle partecipate								1.900		2.005			
Utile (Perdita) del periodo	149	(12.689)	49	(3.902)	(182)	0	158	(2.553)	(1.430)	(1.535)	40	10	(768)
TOTALE PATRIMONIO NETTO - IFRS 31.12.2008	565	11.283	36	1.671	83	1.077	(124)	(5.118)	731	3.427	36	9.080	6.337
Capitale sociale	100	16.667	56	690	253	1.000	210	491	8.205	5.432	39	67	889
Riserve	465	5.394	(20)	1.055	(241)	77	(340)	(5.627)	(7.407)	(1.830)	1	9.010	5.348
Utile (Perdita) del periodo	582	(16.368)	56	(416)	(157)	0	40	(1.423)	(636)	(736)	54	3	(607)
TOTALE PATRIMONIO NETTO - IFRS 30.04.2009	1.147	5.693	92	1.329	(145)	1.077	(90)	(6.559)	162	2.866	94	9.080	5.630
<i>VARIAZIONI PATRIMONI 31.12.2008-30.04.2009</i>	582	(5.590)	56	(342)	(228)	0	34	(1.441)	(569)	(561)	58	0	(707)
<i>Società con variazioni negative</i>		(5.590)		(342)	(228)			(1.441)	(569)	(561)			(707)
<i>Società con perdite nel 1° Quadrimestre</i>		(16.368)		(416)	(157)			(1.423)	(636)	(736)			(607)
Valore di carico della partecipazione al 31.12.2008	100	11.282	86	1.672	279	1.112	0	0	2.676	1.747	41	9.640	28.635
Patrimonio netto IFRS al 31.12.2008	565	11.283	36	1.671	83	1.077	(124)	(5.118)	731	3.427	36	9.080	6.337
Rettifiche da analisi attivi delle società controllate	(565)	(17.867)	(315)	(175)	0	(1.077)	0	(1.978)	(27)	(1.221)	(36)	(1.241)	-1201
Riduzioni di patrimonio già accertate nel 1° quadrimestre 2009	0	(5.590)	0	(342)	(228)	0	0	(1.441)	(569)	(561)	0	0	(707)
Remissione di debito segnalata in nota integrativa al 31.12.2008 non ancora recepita nel patrimonio netto al 30.04.2009									2.020				
Patrimonio netto IFRS al 31.12.2008 rettificato	0	(12.174)	(279)	1.154	(145)	0	(124)	(8.537)	2.155	1.645	0	7.839	4.429
Quota parte del patrimonio netto rettificato	0	(12.174)	(279)	1.154	(145)	0	(124)	(8.535)	2.155	839	0	7.839	4.429
Rettifica del valore della partecipazione	(100)	(11.282)	(86)	(518)	(279)	(1.112)	0	0	(521)	(908)	(41)	(1.801)	(16.648)
Valore partecipazione rettificato	0	0	0	1.154	0	0	0	0	2.155	839	0	7.839	11.987

Valori espressi in migliaia di euro

Relativamente ai crediti finanziari verso le controllate, in presenza dell'attuale situazione di dissesto che interessa l'intero Gruppo Maflow e con l'obiettivo di dare evidenza agli attivi che hanno un'effettiva possibilità di essere realizzati, si ritiene di applicare un criterio di massima cautela, svalutando interamente le partite creditorie infragruppo per l'importo complessivo di Euro 1.797 mila.

5.4.D Rimanenze

Consistenza: Euro 3.606 mila

Sono composte da materie prime, sussidiarie e di consumo, prodotti in corso di lavorazione e semilavorati, prodotti finiti e merci, oltre ad acconti pagati per l'acquisto di rimanenze.

La consistenza a bilancio comprende un fondo svalutazione che tiene conto del lento rigiro e dell'effettivo valore di realizzo di alcuni prodotti, nonché dell'incertezza legata alla recuperabilità del valore a seguito del venir meno della prospettiva di continuità aziendale.

Il fondo rettificativo in oggetto ammonta a complessivi Euro 1.112 mila ed è inerente a:

	Fondo svalutazione (Migliaia di Euro)
materie prime, sussidiarie e di consumo	440
prodotti in corso di lavorazione e semilavorati	284
prodotti finiti e merci	388
	<hr/>
	1.112
	<hr/>

Criteri di Valutazione di bilancio

Le rimanenze sono valutate al costo di acquisto o di produzione aumentati degli oneri accessori di diretta imputazione. La gestione del flusso dei costi è basata sul criterio della media ponderata.

Il valore di iscrizione è rettificato da appositi fondi a titolo di svalutazione dei prodotti obsoleti e a lento rigiro, che tengono anche in considerazione l'attuale incertezza sulle possibilità di recupero.

In allineamento con la politica prudenziale applicata alle immobilizzazioni, anche il magazzino, in aggiunta alla svalutazione derivante dall'applicazione dell'ordinaria policy di gruppo, è stato abbattuto di una percentuale forfettaria, individuata nel 20% del valore netto contabile.

Valore rettificato: Euro 3.606 mila

In base alle informazioni disponibili non si ritiene di avere elementi per proporre alcuna rettifica al valore netto contabile esposto in bilancio.

5.4.E Crediti

Consistenza: Euro 14.080 mila

Si tratta di crediti commerciali verso clienti, controllate e controllanti per un totale di Euro 13.101 mila, già al netto di Euro 322 mila di fondo svalutazione a carico dei soli clienti terzi. I crediti commerciali verso clienti terzi (Euro 3.327 mila) sono concentrati nelle seguenti posizioni maggiormente significative (saldi a credito lordi superiori ad Euro 100 mila, come da ageing list fornita dall'amministrazione della società):

	Importo lordo (Migliaia di Euro)
FIAT	909
DELPHI	648
BMW	551
SCANIA	199
MRI	169
EATON	127
MAGGIORA	110
	<hr/>
	2.713

L'analisi di anzianità che emerge dalla documentazione gestionale raccolta evidenzia la seguente struttura dello scaduto complessivo (in euro migliaia):

Tot. Overdue	di cui				
	1-30	31-60	61-90	91-120	>121
634	127	133	22	21	331

Come sopra anticipato, la svalutazione calcolata in via specifica dalla società e riferibile ai crediti commerciali verso terzi ammonta ad Euro 322 mila.

I crediti commerciali verso controllate (Euro 9.543 mila) sono rappresentati per lo più dalle seguenti maggiori esposizioni:

	<i>(Migliaia di Euro)</i>
Maflow Polska Sp.zo.o	4.183
Maflow France SA	806
Man Servizi Srl	787
Codan Rubber A/S	749
	<u>6.525</u>

Lo scaduto complessivo relativo a tali società (come da ageing list fornita dall'amministrazione di Maflow S.p.A.) è il seguente:

	<i>Overdue</i> <i>(Migliaia di Euro)</i>
Maflow Polska Sp.zo.o	232
Maflow France SA	560
Man Servizi Srl	-
Codan Rubber A/S	736
	<u>1.528</u>

I crediti tributari, che ammontano ad Euro 639 mila, sono composti principalmente dal residuo credito IRES relativo a esercizi precedenti, da utilizzare in compensazione (Euro 109 mila), e da IVA a credito (Euro 487 mila).

Le imposte anticipate, che ammontano ad Euro 37 mila, sono relative esclusivamente ad IRAP, in quanto, a seguito dell'incertezza sulla previsione di imponibili fiscali futuri, quelle relative ad IRES sono state integralmente stralciate. Le differenze temporanee che originano l'imposizione differita attiva sono relative al fondo svalutazione rimanenze, al fondo rischi garanzia prodotti, al fondo controversie legali, al fondo recupero ambientale ed altre tipologie minori.

I crediti verso altri, dell'importo di Euro 303 mila, sono così composti:

	<i>(Migliaia di Euro)</i>
Verso Enti Previdenziali	119
Verso dipendenti	83
Depositi cauzionali	96
Diversi	5
	<u>303</u>

I soli crediti con scadenza superiore a 12 mesi, ma comunque non oltre i 5 anni, sono i depositi cauzionali.

Criteri di Valutazione di bilancio

Sono esposti al valore di presunto realizzo, mediante opportuni stanziamenti iscritti a rettifica dei valori nominali in funzione delle perdite prevedibili.

Valore rettificato: Euro 3.843 mila

Relativamente ai clienti terzi, non disponendo di informazioni puntuali sull'effettiva bontà delle posizioni specifiche, si considera prudenzialmente necessario garantire la copertura del fondo sino a concorrenza delle partite scadute da oltre 120 giorni: l'integrazione che ne consegue ammonta ad Euro 9 mila.

Inoltre, risulta che il cliente Delphi sia assoggettato alla procedura concorsuale di diritto statunitense "*Chapter 11*". Gli ultimi comunicati stampa disponibili sul sito internet del cliente fanno intravedere la possibilità di una conclusione della suddetta procedura; nonostante ciò, in attesa dell'evoluzione della situazione ed in ottica prudenziale, si ritiene comunque di svalutare il credito per Euro 648 mila.

Inoltre, in analogia a quanto fatto per le poste finanziarie, con l'obiettivo di dare evidenza agli attivi che hanno un'effettiva possibilità di essere realizzati, si ritiene di applicare un criterio di massima cautela, svalutando interamente le partite creditorie infragruppo per l'importo complessivo di Euro 9.543 mila, pari all'ammontare dei crediti commerciali verso controllate.

Stante l'incertezza sulla continuità aziendale e la conseguente impossibilità di valutare la recuperabilità delle imposte anticipate tramite la generazione di futuri imponibili fiscali, si ritiene, infine, di stralciare integralmente l'imposizione differita attiva dal valore dei crediti di bilancio, con la registrazione di una rettifica negativa dell'importo complessivo di Euro 37 mila, pari alle imposte anticipate IRAP ancora presenti.

5.4.F Situazioni patrimoniali comparate

A completamento dell'analisi, vengono presentati gli scostamenti che hanno interessato l'attivo patrimoniale fra il 31 dicembre 2008 ed il 30 aprile 2009:

<i>(Euro mila)</i>	31/12/2008	28/02/2009	30/04/2009	VARIAZIONE 31/12/08-28/2/09	VARIAZIONE 28/02/09-30/4/09	NOTE
TOTALE ATTIVO	53.865	54.159	54.267	294	108	
Immobilizzazioni immateriali	-	-	-			
Immobilizzazioni materiali	3.783	3.658	3.685	(125)	27	(1)
Immobilizzazioni finanziarie	31.637	31.937	31.719	300	(218)	(2)
Rimanenze	3.606	3.240	2.486	(366)	(754)	(3)
Crediti	14.080	14.198	14.807	118	609	(4)
Attività finanziarie	-	-	-			
Disponibilità liquide	758	605	893	(153)	288	
Ratei e risconti	1	521	677	520	156	(5)

Note:

- (1) si evidenzia che nella situazione al 28 febbraio 2009 sono registrati ammortamenti a carico delle immobilizzazioni che, in mancanza dei necessari adeguamenti tecnici del sistema informativo, sono calcolati su valori ante svalutazione (perciò eccedenti); dopo il mese di febbraio non sono più stati contabilizzati ammortamenti, in attesa di porre rimedio alla problematica citata: la variazione in aumento è perciò integralmente rappresentata da acquisti del secondo bimestre dell'esercizio 2009.
- (2) L'andamento altalenante del saldo delle immobilizzazioni finanziarie è dovuto ad un errore che insiste sulla situazione di febbraio, poi risolto nella contabilità successiva: si tratta della registrazione di un allineamento cambi non dovuto su crediti finanziari immobilizzati dell'importo complessivo di Euro 202 mila. Si rileva inoltre una variazione in aumento per Euro 32 mila a carico della partecipazione di controllo MAFLOW KK (JAPAN) avvenuta nel secondo bimestre 2009 e inerente un aumento di capitale e contestuale capitalizzazione di spese connesse.
- (3) Il consumo delle rimanenze interessa tutte le categorie contabili esistenti.
- (4) In presenza della costante riduzione dei crediti commerciali verso terzi, la macrovoce risente della registrazione di un credito verso Codan Rubber A/S (Danimarca) per Euro

1.000 mila, inerente l'avvenuta escussione di una garanzia fideiussoria rilasciata da Maflow S.p.A. alla controllata danese.

- (5) L'incremento dei risconti attivi riguarda per lo più la registrazione delle spese assicurative sostenute da Maflow S.p.A. per tutto il gruppo e non ancora addebitate alle *subsidiaries*; l'importo di circa Euro 357 mila è stato appoggiato tra i risconti (pur non trattandosi dell'imputazione corretta) in attesa di essere allocato tra i crediti infragruppo. Il residuo incremento attiene al risconto sul canone di affitto anticipato dell'immobile e altre imputazioni gestionali.

5.4.G Ragioni creditorie verso Maflow S.p.A.

Per quanto concerne le ragioni creditorie verso Maflow S.p.A. si rinvia all'apposito elenco allegato alla presente relazione (All. 9).

PARTE SESTA
LO STATO ESTIMATIVO ANALITICO DELLE ATTIVITÀ
DI MAFLOW POLSKA SP.ZO.O.

6.1. Obiettivi e criteri seguiti.

Per la definizione degli obiettivi e dei criteri seguiti si rimanda alle considerazioni fatte nello stesso paragrafo nel precedente capitolo.

6.2. Limiti dell'analisi.

Per la definizione dei limiti dell'analisi si rimanda alle considerazioni fatte nello stesso paragrafo nel precedente capitolo.

6.3. Documentazione utilizzata.

Per l'individuazione della documentazione e delle altre fonti informative utilizzate si rimanda alle considerazioni fatte nello stesso paragrafo nel precedente capitolo.

6.4. Le poste dell'attivo di Maflow Polska Sp.zo.o.

Nel presente paragrafo si riporta uno schema di sintesi dello stato analitico estimativo delle attività di Maflow Polska Sp.zo.o. (già Manuli Auto Polska Sp.zo.o.), redatto in migliaia di Euro. La data di riferimento della Situazione Patrimoniale è il 31 dicembre 2008 e la traduzione delle poste contabili dal bilancio ufficiale della società (espresso in Zloty) allo schema anzidetto (espresso in Euro) è stata effettuata al cambio puntuale EUR/PLN del 31/12/2008 pubblicato da Banca d'Italia.

Si evidenzia che il bilancio di esercizio 2008 a disposizione è stato predisposto in base ai principi contabili vigenti in Polonia ("Accounting Act" del 29 settembre 1994). Ove non esista una regolamentazione localmente disponibile, sono stati applicati gli standards

internazionali IAS/IFRS.

Dalle note di commento elaborate dalla società si evince che, a differenza di quanto indicato per Maflow S.p.A., i conti annuali sono stati predisposti nell'assunto di una continuità aziendale, non essendovi formali ed irreversibili evidenze dell'impossibilità che ciò avvenga.

Come per Maflow S.p.A., in calce all'analisi viene presentato l'andamento successivo dello stato patrimoniale attivo della società, ponendo a confronto l'attivo esaminato al 31 dicembre 2008 con le situazioni patrimoniali del 28 febbraio 2009 e 30 aprile 2009.

Maflow Polska Sp.z o.o. STATO PATRIMONIALE	<u>31/12/2008</u>	<u>RETTIFICHE</u>	<u>31/12/2008</u>
(in Euro/000 - al cambio EUR/PLN del 31/12/2008)			<u>RETTIFICATO</u>
TOTALE ATTIVO	95.340	(31.883)	63.457
Immobilizzazioni immateriali	300	(300)	-
di cui: costi di ricerca, di sviluppo e di pubblicità	22	(22)	-
altre	278	(278)	
Immobilizzazioni materiali	30.696		30.696
di cui: terreni e fabbricati	8.976		8.976
impianti e macchinario	19.567		19.567
altri beni	1.873		1.873
immobilizzazioni in corso e acconti	280		280
Immobilizzazioni finanziarie	-		-
Rimanenze	9.240		9.240
di cui: materie prime, sussidiarie e di consumo	5.870		5.870
prodotti in corso di lavorazione e semilavorati	600		600
prodotti finiti e merci	2.748		2.748
acconti	22		22
Crediti	38.985	(18.918)	20.067
di cui: verso clienti	17.881	(102)	17.779
verso consociate	5.296	(5.296)	-
crediti tributari	2.261		2.261
imposte anticipate	13.520	(13.520)	-
verso altri	27		27
Attività finanziarie	12.665	(12.665)	-
Disponibilità liquide	3.049		3.049
di cui: depositi bancari e postali	3.049		3.049
denaro e valori in cassa	-		
Ratei e risconti	405		405

6.4.A Immobilizzazioni Immateriali

Consistenza: Euro 300 mila

Comprendono:

(Migliaia di Euro)

	<u>Costo</u>	<u>Fondo Amm.to</u>	<u>Netto</u>
Costi di ricerca e sviluppo	150	(128)	22
Altre immateriali (per lo più licenze SW)	1.668	(1.390)	278
	<u>1.818</u>	<u>(1.518)</u>	<u>300</u>

Criteria di Valutazione di bilancio

Le immobilizzazioni immateriali sono iscritte in bilancio al costo di acquisto o di produzione.

L'ammortamento è calcolato a rate costanti, sulla base delle seguenti vite utili stimate:

- costi di sviluppo (5 anni);
- concessioni, licenze e marchi (2 anni);
- SW (2 anni);
- altre immateriali (5 anni).

Valore rettificato: Euro 0 mila

In considerazione dell'attuale situazione di incertezza, appare corretto applicare un criterio di massima prudenza, anche in allineamento con quanto già praticato dalla controllante Maflow S.p.A. e provvedere perciò all'azzeramento della posta in analisi.

6.4.B Immobilizzazioni Materiali

Consistenza: Euro 30.696 mila

Sono costituite prevalentemente da impianti, macchinari e fabbricati.

La composizione specifica è la seguente:

	<i>(Migliaia di Euro)</i>
Terreni	373
Fabbricati industriali e commerciali e strutture tecniche	8.603
Impianti e macchinari	19.567
Altri beni	1.873
Immobilizzazioni in corso e acconti	<u>280</u>
	<u>30.696</u>

Il valore netto indicato include un ammortamento cumulato complessivo di Euro 15.380 mila.

Si evidenzia che nel corso dell'esercizio 2008 la categoria degli impianti e macchinari è stata interessata da un'operazione di *sale and lease back*, in virtù della quale, stante la contabilizzazione con metodo finanziario (ex IAS 17), la società ha registrato vendite di cespiti per un valore netto contabile di Euro 4.371 mila (con il conseguente realizzo di una minusvalenza di Euro 12 mila) e contestuali incrementi per Euro 4.359 mila. Il debito residuo esposto nel bilancio al 31 dicembre 2008 ammonta ad Euro 3.225 mila (di cui Euro 783 mila scadente a breve termine).

Nel corso dell'esercizio 2008 sono state inoltre registrate svalutazioni a carico degli attivi materiali per un totale di Euro 101 mila (l'evidenza è nel conto economico di periodo, pur se non vi sono dettagli all'interno dei prospetti di movimentazione dei cespiti).

Criteri di Valutazione di bilancio

Sono valutate al costo di acquisto o di produzione (incluse eventuali rivalutazioni) diminuito degli ammortamenti cumulati e delle perdite durevoli di valore.

Il costo di acquisto o di produzione include tutti i costi direttamente imputabili al bene sino alla data di entrata in funzione, comprese eventuali imposte indeducibili e oneri finanziari diretti.

Il valore iniziale di iscrizione viene aumentato a fronte di migliorie, manutenzioni straordinarie e ampliamenti che determinino un effettivo incremento nel valore d'uso del bene.

L'ammortamento è calcolato a rate costanti, a partire dal mese successivo all'entrata in funzione.

Le immobilizzazioni in corso sono valutate al costo effettivamente sostenuto (per l'acquisto

o la produzione) sino alla data di bilancio, diminuito delle eventuali perdite durevoli di valore.

Valore rettificato: Euro 30.696 mila

In base alle informazioni disponibili non si ritiene di avere elementi per proporre alcuna rettifica al valore netto contabile esposto in bilancio.

6.4.C Rimanenze

Consistenza: Euro 9.240 mila

Sono composte principalmente da materie prime (Euro 5.870 mila) e da prodotti finiti (Euro 2.748 mila) ed includono un fondo svalutazione complessivo di Euro 1.762 mila.

Nel corso dell'esercizio 2008 la svalutazione delle rimanenze è stata incrementata di Euro 1.586 mila, per lo più a seguito dell'applicazione al magazzino acquisito dalla consociata Codan Rubber A/S (Danimarca) delle regole di svalutazione statuite dal gruppo.

Criteri di Valutazione di bilancio

Le rimanenze sono valutate al costo di acquisto o di produzione entro il limite del valore netto di realizzo desumibile dall'andamento del mercato.

Il costo è determinato come segue:

- per le materie prime e le merci, al valore di acquisto;
- per i prodotti finiti, al valore di produzione comprensivo di tutti i costi direttamente attribuibili al bene, oltre ad un ammontare ragionevolmente stimato dei costi indiretti di produzione (variabili e fissi), calcolati sulla base della normale capacità produttiva.

I lavori in corso sono valorizzati in base ai costi diretti sostenuti, considerando inoltre un ragionevole ammontare dei costi attribuibili in via indiretta.

L'ipotesi del flusso dei costi usata per la valorizzazione delle rimanenze fungibili è il costo medio ponderato.

Sono infine considerate le eventuali svalutazioni necessarie per adeguare il valore delle rimanenze al netto di realizzo.

Valore rettificato: Euro 9.240 mila

In base alle informazioni disponibili non si ritiene di avere elementi per proporre alcuna rettifica al valore netto contabile esposto in bilancio.

6.4.D Crediti

Consistenza: Euro 38.985 mila

I crediti rappresentano la posta più ingente dello stato patrimoniale attivo (41%) e si articolano come segue:

	<i>(Migliaia di Euro)</i>
Verso clienti terzi (al netto del fondo di Euro 202 mila)	17.881
Verso consociate	5.296
Crediti tributari	2.261
Imposte anticipate	13.520
Altri	<u>27</u>
	<u>38.985</u>

I crediti commerciali verso terzi sono concentrati nelle seguenti posizioni maggiormente significative (saldi a credito lordi superiori ad Euro 500 mila, come da *ageing list* fornita dall'amministrazione della società):

	<i>(Migliaia di Euro)</i>
FIAT AUTO POLAND S.A. (FAP)	3.090
Zexel Valeo Sverige	2.123
AUDI AG	1.754
VOLVO TRUCK CORPORATION UMEPLANT	1.017
BMW AG (OXFORD)	921
BEHR GmbH&Co.KG (Volvo)	855
VOLKSWAGEN AG	769
R.I.R. (RENAULT INDUSTRIE ROUMANIE) SRL DACIA	<u>661</u>
	<u>11.190</u>

L'analisi di anzianità relativa all'intero ammontare dei clienti terzi, così come emerge dalla documentazione gestionale raccolta, evidenzia la seguente struttura (in migliaia di euro):

Tot. Overdue	di cui				
	1-30	31-60	61-90	91-120	>121
4.637	3.596	342	171	224	304

La svalutazione complessiva, calcolata in via specifica dalla società, ammonta ad Euro 202 mila.

I crediti verso imprese consociate sono così composti:

	<i>(Migliaia di Euro)</i>
Maflow Components Iberica	1.102
Maflow S.p.A.	499
Maflow do Brasil Ltda	1.038
Maflow France SA	1.164
Maflow Mexico SA de C.V.	324
Man Servizi S.r.l.	13
Maflow SA	17
Maflow Components (Delian)	280
Codan Rubber	13
Codan Rubber Ltd	456
Codan France	362
Codan Argentina	28
	<u>5.296</u>

Le imposte anticipate sono il risultato netto di imposte differite attive (Euro 14.841 mila) e passive (Euro 1.321 mila). Si dà conto nel seguito delle maggiori differenze temporanee che danno origine all'imposizione differita.

Differenze temporanee deducibili (generano imposte anticipate):

	<i>(Migliaia di Euro)</i>
Accantonamenti per costi del personale	1.508
Perdite fiscali su attività svolte al di fuori delle cosiddette "SEZ" - Zone Economiche Speciali	7.955
Differenze cambio negative da valutazione	4.352
Svalutazione magazzino	1.954
Accantonamento per fatture da ricevere	1.873
	<u>17.642</u>

Le uniche differenze temporanee tassabili (generano imposte differite) si riferiscono ad utili su cambi da valutazione (Euro 4.351 mila).

All'interno del saldo delle imposte differite attive sono comprese esenzioni fiscali su investimenti in Zone Economiche Speciali (SEZ) – ineriscono lo stabilimento di Tychy (Polonia), uno dei tre complessi aziendali della società - riconosciute fino a concorrenza del

75% delle spese d'investimento sostenute sino al 31 dicembre 2006, per un totale di Euro 11.340 mila.

L'aliquota media dell'imposizione fiscale derivabile dalle note al bilancio è del 19%.

Criteri di Valutazione di bilancio

Sono esposti al valore di presunto realizzo, mediante opportuni stanziamenti iscritti a rettifica dei valori nominali in funzione delle perdite prevedibili.

In merito alle imposte anticipate, si evidenzia quanto segue: considerato che l'attività aziendale è in parte svolta all'interno di Zone Economiche Speciali (SEZ), la società beneficia di un'esenzione d'imposta sui redditi prodotti dalla vendita di beni e servizi che siano stati realizzati attraverso gli investimenti detenuti in codeste zone (sino a concorrenza del 75% di essi). Tale sgravio fiscale è registrato in bilancio come imposta differita attiva e contemporaneamente come risconto passivo. Il risconto viene poi rilasciato gradualmente a conto economico all'interno degli "altri ricavi operativi", sulla base della vita utile dei cespiti interessati, mentre l'imposta anticipata viene smontata in base all'effettivo utilizzo dell'esenzione a fronte di redditi tassabili prodotti. Si evidenzia che l'agevolazione fiscale in parola sarà utilizzabile non oltre l'8 agosto 2016.

Valore rettificato: Euro 20.067 mila

Relativamente ai clienti terzi, non disponendo di informazioni puntuali sull'effettiva bontà delle posizioni specifiche, si considera prudenzialmente necessario garantire la copertura del fondo sino a concorrenza delle partite scadute da oltre 120 giorni: l'integrazione che ne consegue ammonta ad Euro 102 mila.

Ulteriormente, in presenza dell'attuale situazione di dissesto che interessa l'intero Gruppo Maflow e con l'obiettivo di dare evidenza agli attivi che hanno un'effettiva possibilità di essere realizzati, si ritiene di applicare un criterio di massima cautela, svalutando interamente le partite creditorie infragruppo per l'importo complessivo di Euro 5.296 mila.

Stante l'incertezza sulla continuità aziendale e la conseguente impossibilità di valutare la recuperabilità delle imposte anticipate tramite la generazione di futuri imponibili fiscali, si ritiene, infine, di stralciare integralmente l'imposizione differita attiva dal valore dei crediti di bilancio, con la registrazione di una rettifica negativa dell'importo complessivo di Euro 13.520 mila. Tale rettifica è esposta al netto dell'effetto dell'imposizione differita passiva,

inclusa nel saldo attivo di bilancio.

6.4.E Attività Finanziarie

Consistenza: Euro 12.665 mila

Si tratta integralmente di finanziamenti a breve termine verso la società controllante Maflow S.p.A.

L'importo complessivo indicato comprende Euro 4.436 mila inerenti l'anticipazione di dividendo concessa alla *holding*, successivamente convertita in finanziamento in quanto il bilancio 2008 non presenta utili o riserve distribuibili sufficienti a permettere un'effettiva distribuzione.

Criteri di Valutazione di bilancio

I finanziamenti concessi sono valutati in base al valore nominale del prestito e non includono i pagamenti effettuati per acquisto di capitale di rischio né diritti su azioni.

Valore rettificato: Euro 0 mila

In applicazione della dovuta prudenza e non conoscendo gli esiti futuri della procedura che interessa la società controllante Maflow S.p.A., si ritiene di svalutare integralmente il credito finanziario in analisi, per l'importo di Euro 12.665 mila.

6.4.F Disponibilità Liquide

Consistenza: Euro 3.049 mila

Sono liquidità rappresentate da conti correnti bancari in valuta europea (Euro 2.911 mila) e moneta locale (Euro 138 mila), di cui Euro 72 mila vincolati.

Criteri di Valutazione di bilancio

I conti in moneta locale sono valorizzati al nominale, quelli in moneta estera sono tradotti in divisa interna al cambio medio del giorno di chiusura del bilancio, così come pubblicato dalla Banca Centrale polacca.

Valore rettificato: Euro 3.049 mila

Data la natura della posta in analisi, si ritiene che la stessa non necessiti di alcuna rettifica.

6.4.G Situazioni patrimoniali comparate

A completamento dell'analisi, vengono presentati gli scostamenti che hanno interessato l'attivo patrimoniale fra il 31 dicembre 2008 ed il 30 aprile 2009. Si evidenzia che, al fine di sterilizzare l'effetto delle variazioni dei tassi di cambio tra Euro e Zloty, si è proceduto alla traduzione delle situazioni contabili presentate all'unico cambio del 31 dicembre 2008, così come pubblicato dalla Banca d'Italia.

(Euro mila)

	31/12/2008	28/02/2009	30/04/2009	VARIAZIONE 31/12/08-28/2/09	VARIAZIONE 28/02/09-30/4/09	NOTE
TOTALE ATTIVO	95.340	90.228	85.579	(5.112)	(4.649)	
Immobilizzazioni immateriali	300	300	276		(24)	
Immobilizzazioni materiali	30.696	30.248	29.650	(448)	(598)	(1)
Immobilizzazioni finanziarie	-	-	-			
Rimanenze	9.240	7.191	6.393	(2.049)	(798)	(2)
Crediti	38.985	37.437	33.683	(1.548)	(3.754)	(3)
Attività finanziarie	12.665	13.703	13.251	1.038	(452)	(4)
Disponibilità liquide	3.049	963	2.017	(2.086)	1.054	
Ratei e risconti	405	386	309	(19)	(77)	

Note:

- (1) La diminuzione che interessa le immobilizzazioni materiali è da attribuirsi al normale processo di ammortamento in assenza di incrementi.
- (2) La contrazione delle rimanenze di magazzino è legata al calo dei volumi di produzione e alla difficoltà ad acquisire nuovi materiali, stante la comprensibile riluttanza dei fornitori.
- (3) I crediti sono in costante diminuzione per effetto dei seguenti fattori combinati: il calo del volume d'affari determina una fatturazione attiva ridotta, alcuni clienti stanno

rientrando in anticipo sulla scadenza naturale delle fatture, i crediti intercompany sono invece in crescita, a seguito delle decisioni centralizzate della tesoreria di gruppo guidate dalle priorità contingenti.

- (4) Le variazioni evidenziate a carico delle attività finanziarie sono per lo più da attribuirsi all'effetto della fluttuazione del tasso di cambio EUR/PLN registrata nel bilancio locale polacco in assenza di variazioni effettive del nominale sottostante; tale fenomeno interessa una quota cospicua del finanziamento alla controllante Maflow S.p.A. che è denominata in Euro (Euro 8.000 mila). L'ulteriore componente è l'incremento degli interessi capitalizzati.

6.4.H Ragioni creditorie verso Maflow Polska Sp.z.o.o.

Per quanto concerne le ragioni creditorie verso Maflow Sp.zo.o. si rinvia all'apposito elenco allegato alla presente relazione (All. 10).

PARTE SETTIMA

LE CONCRETE PROSPETTIVE DI RECUPERO DELL'EQUILIBRIO ECONOMICO

7.1. Analisi delle “concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali”. L’art. 27 del D. Lgs. n. 270 del 1999.

Il quadro normativo di riferimento - Profili giuridici.

L'art. 28 del D. Lgs. n. 270 del 1999 prevede che la Relazione del Commissario Giudiziale contenga, oltre alla “*descrizione particolareggiata delle cause dello stato di insolvenza*”, anche una “*valutazione motivata circa l'esistenza delle condizioni previste dall'articolo 27 ai fini dell'ammissione alla procedura di amministrazione straordinaria*”.

L'art. 27 del D. Lgs. n. 270 del 1999 ⁽¹⁸⁾ dispone che:

“Le imprese dichiarate insolventi a norma dell'articolo 3 sono ammesse alla procedura di amministrazione straordinaria qualora presentino concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali.

2. Tale risultato deve potersi realizzare, in via alternativa:

a) tramite la cessione dei complessi aziendali, sulla base di un programma di prosecuzione dell'esercizio dell'impresa di durata non superiore ad un anno (“programma di cessione dei complessi aziendali”);

b) tramite la ristrutturazione economica e finanziaria dell'impresa, sulla base di un programma di risanamento di durata non superiore a due anni (“programma di ristrutturazione”).

b-bis) per le società operanti nel settore dei servizi pubblici essenziali anche tramite la cessione di complessi di beni e contratti sulla base di un programma di prosecuzione dell'esercizio dell'impresa di durata non superiore ad un anno (“programma di cessione dei complessi di beni e contratti”).

È quindi evidente che l’ammissione alla procedura di Amministrazione Straordinaria presuppone la sussistenza, per l’impresa dichiarata insolvente, di “*concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali*”.

In ragione della natura dell’attività imprenditoriale svolta da Maflow S.p.A. e da Maflow Sp.zo.o., deve escludersi l’applicazione dell’ipotesi di cui al punto *b-bis)* sicché nel caso di specie le modalità, tra loro alternative, previste dal legislatore per il recupero dell'equilibrio economico

⁽¹⁸⁾ Trascritto, nel testo, nella formulazione vigente e quindi all’esito delle modifiche introdotte dal D.L. 28 agosto 2008, n. 134 e dalla relativa Legge di conversione n. 166 del 27 ottobre 2008.

devono essere individuate nell'adozione di un programma di cessione dei complessi aziendali o nell'attuazione di un piano di ristrutturazione economico-finanziaria.

Tali tecniche si presentano come soluzioni strumentali, ossia dirette al “risultato” (così come definito al secondo comma dell'art. 27 D. Lgs. n. 270/1999) del recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali.

Determinazione dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali.

In ragione delle suesposte premesse normative, la presente analisi considera, in via preliminare, la reale sussistenza del requisito posto dal primo comma dell'art. 27 D. Lgs. n. 270/1999 - dovendosi in primo luogo verificare se l'impresa dichiarata insolvente presenti, o meno, “concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali” - per poi definire quale sia, allo stato, il tipo di programma maggiormente idoneo al conseguimento del risultato *de quo*.

Occorre in proposito evidenziare che ai sensi della norma da ultimo citata, la recuperabilità dell'equilibrio economico va riferita non già alle “imprese dichiarate insolventi”, bensì alle “attività imprenditoriali”.

Sul piano testuale, detta puntualizzazione merita di essere sottolineata perché non focalizza l'ambito dell'analisi sulla posizione dell'imprenditore insolvente (prospettiva soggettiva) ma attribuisce rilevanza centrale all'attività imprenditoriale ed al patrimonio produttivo (prospettiva oggettiva) ⁽¹⁹⁾.

Invero, la *ratio* della disciplina in esame è chiaramente indicata già nell'art. 1 del D. Lgs. n. 270/1999, il quale - nel definire la natura e le finalità dell'Amministrazione Straordinaria - testualmente dispone che: “L'amministrazione straordinaria è la procedura concorsuale della grande impresa commerciale insolvente, con finalità conservative del patrimonio produttivo, mediante prosecuzione, riattivazione o riconversione delle attività imprenditoriali”.

⁽¹⁹⁾ Sul tema, cfr. Tribunale di Palermo, 24 maggio 2001 (che dichiara lo stato di insolvenza della K&M Industrie Metalmeccaniche S.p.A.); e Tribunale di Torre Annunziata 14 novembre 2001 (che ammette alla procedura di amministrazione straordinaria la Ilva Pali Dalmine S.p.A.) ove si osserva che la legge fallimentare prevede una procedura con “funzione meramente liquidatoria [...], nel corso della quale gli organi devono agire per la realizzazione, quale finalità ultima, del recupero dell'attivo e della distribuzione dello stesso al ceto creditorio, con una totale indifferenza per le sorti dell'impresa, che, quale mera protezione dell'imprenditore incapace di sostenere i propri impegni, viene sostanzialmente espulsa dal mercato”.

Sul tema cfr. in dottrina RAGUSA MAGGIORE, *Prime note sulla disciplina dell'amministrazione straordinaria*, in *Dir. Fall.*, 1999, I, p. 655; ALESSI, *L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese insolventi*, Milano, 2000, p. 11 e ss.

In ragione di quanto in precedenza esposto, appare evidente come l'interesse primario perseguito dal legislatore risieda nella continuità dell'attività imprenditoriale, nella tutela dell'efficienza del patrimonio produttivo e nel mantenimento dell'occupazione ⁽²⁰⁾.

In coerenza con questa impostazione, l'art. 27 D. Lgs. n. 270/1999 fornisce - quale criterio per la valutazione dell'ammissibilità dell'impresa insolvente alla procedura di Amministrazione Straordinaria - la concreta prospettiva di recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali, prescindendo (nel preliminare giudizio di ammissibilità) dagli interessi dei creditori, in termini di tempi e misura del soddisfacimento dei loro diritti.

L'analisi deve allora incentrarsi sull'"attività imprenditoriale", per verificare se nell'orizzonte temporale futuro delineato dal Decreto (in tal senso il dettame normativo utilizza la locuzione "concreta prospettiva") sussista il requisito della recuperabilità dell'equilibrio economico; al riguardo, deve, in principio, segnalarsi che l'"attività imprenditoriale", per definizione, non ha debito pregresso ma, nel suo svilupparsi, determina l'insorgenza di costi e ricavi.

Da tali costi e ricavi, in conseguenza delle politiche commerciali praticate, potranno derivare poste di debito e di credito c.d. "di funzionamento", ovvero riconducibili all'eventuale "sfasamento" temporale tra il momento di insorgenza del costo e il momento di effettivo sostenimento dell'uscita finanziaria (pagamento del fornitore), oppure tra l'insorgenza del ricavo e il momento di effettivo incasso dell'entrata finanziaria (incasso dal cliente).

Al pari, dall'attività imprenditoriale in funzionamento scaturisce la necessità di costituzione di giacenze di magazzino, che rappresentano la sospensione di costi operativi derivanti dal maggiore acquisto di fattori produttivi, a fecondità semplice, rispetto al reale volume d'affari (ricavi) conseguiti nell'esercizio.

L'analisi in merito alla sussistenza del recupero dell'equilibrio economico dovrà dunque focalizzarsi sui costi di acquisto dei fattori produttivi, sui corrispondenti ricavi delle vendite e sui

⁽²⁰⁾ In questo senso è orientata la dottrina più autorevole: cfr. OPPO, *Diritti e interessi nella nuova disciplina dell'insolvenza delle grandi imprese*, in *Rivista di Diritto Civile*, 2000, p. 519 ss. il quale osserva che "la finalità enunciata nell'art. 1 del Decreto non ha (esplicito) riguardo alle ragioni dei creditori; le "concrete prospettive di recupero" riguardano "l'equilibrio economico delle attività", non (direttamente) il soddisfacimento dei creditori anteriori; ... l'interesse dei creditori compare solo nel programma che deve essere predisposto dal commissario straordinario sotto la vigilanza del Ministero, "in conformità degli indirizzi di politica industriale dal medesimo adottati in modo da salvaguardare l'unità operativa" ma anche "tenuto conto degli interessi dei creditori": una formula "elastica" quest'ultima (già presente nella Legge Prodi) e che qui non sembra porre sullo stesso piano questi interessi rispetto agli "indirizzi di politica industriale" e alla "salvaguardia dell'unità operativa".

Nello stesso senso cfr. SCHIAVON, *L'insolvenza nella amministrazione straordinaria*, in *Il Fallimento*, 2000, p. 946; APICE, *La procedura di crisi nel nuovo modello di concorsualità*, in AA.VV., *Crisi, insolvenza, reversibilità, temporanea difficoltà, risanamento: un nodo irrisolto*, in *Il Fallimento*, 2000, p. 51.

riflessi operativi sulla liquidità, derivanti dallo “*sfasamento*” temporale sopra descritto, in modo da poter far fronte “*in via ordinaria alle obbligazioni assunte*” ⁽²¹⁾.

Sul punto, appare opportuno un riferimento alla Relazione al D. Lgs. n. 270 del 1999, la quale chiarisce come il giudizio sul recupero dell'equilibrio economico sia diretto ad accertare le “*potenzialità effettive di ripristino di un rapporto non deficitario tra costi e ricavi*”.

Quanto sopra, trova conforto nel persuasivo orientamento giurisprudenziale per cui la disciplina del D. Lgs. n. 270 del 1999 non mira “*almeno in via principale e diretta, al recupero della solvibilità dell'imprenditore, bensì al riposizionamento in termini di “normalità” sul mercato dell'attività imprenditoriale, attraverso il recupero di un rapporto fisiologico tra costi e ricavi*” ⁽²²⁾.

L'elemento soggettivo dell'insolvenza dell'imprenditore è, almeno in questa fase preliminare, irrilevante rispetto al parere sulle “*concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico dell'attività imprenditoriale*”, che si dirime e si completa nell'analisi della dinamica della produzione, ovvero nei costi e nei ricavi “operativi” che essa, in sé, comporta, tralasciando tempi e misura di soddisfacimento dei diritti dei creditori.

Alla luce di ciò, il dettame normativo dell'art. 27 D. Lgs. n. 270 del 1999 non richiede l'accertamento della concreta prospettiva di un riequilibrio finanziario dell'impresa, ma la semplice verifica di sussistenza di “*concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali*”.

Dunque le sole obbligazioni che devono essere contemplate nell'analisi sono quelle legate all'ordinaria dinamica operativa della (futura) produzione e cioè i costi operativi legati alla dinamica produttiva, la cui misura - per garantire l'equilibrio economico - dovrà essere inferiore (o al massimo eguale) alla dimensione dei corrispondenti ricavi.

Al tempo stesso, occorre tener conto del più recente orientamento dottrinale ⁽²³⁾ che, sulla scorta dell'interpretazione sistematica del dato normativo ed in virtù del combinato disposto degli artt. 27 e 63 del D.Lgs. 270/1999 evidenzia come l'intervento di risanamento sia funzionale alla cessione e come quest'ultima costituisca, a sua volta, una modalità di ripristino dell'equilibrio economico-finanziario.

⁽²¹⁾ Con la nozione di equilibrio economico si intende una situazione per cui “*non si verificano perdite, essendo pareggiati costi e ricavi, e si crea liquidità sufficiente per far fronte in via ordinaria alle obbligazioni assunte*”, cfr. Tribunale di Pavia, 25 luglio 2002, in *Il Fallimento*, 2003, p. 448.

⁽²²⁾ Così Tribunale di Torre Annunziata, 14 novembre 2001, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2002, II, p. 485.

⁽²³⁾ Cfr. MAFFEI ALBERTI, *Commentario breve alla legge fallimentare*, Padova, 2000, 1079 e da ultimo BORTOLIN, *L'apertura della procedura di amministrazione straordinaria: i requisiti sostanziali*, in AA.VV. *L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza dopo il d.lg. 12.9.2007, n. 169, a cura di Concetto Costa*, Torino, 2008, p. 181.

Alla stregua di tale impostazione - che chiaramente valorizza il disposto dell'art. 27, comma 2 lett. a) ⁽²⁴⁾ - *“l'oggetto del giudizio prognostico che il Tribunale è chiamato a formulare nel momento in cui deve essere sciolta l'alternativa tra procedura conservativa e procedura fallimentare”* andrebbe individuato nella *“cedibilità dei complessi aziendali”* ⁽²⁵⁾.

Determinante, in questo senso, è il disposto dei primi due commi dell'art. 63 del D.Lgs. 270/1999, in forza dei quali, per le aziende e i rami di azienda in esercizio:

- la stima deve tener conto *“della redditività, anche se negativa, all'epoca della stima e nel biennio successivo”*;

- l'acquirente deve *“obbligarsi a proseguire per almeno un biennio le attività imprenditoriali”* e *“a mantenere per il medesimo periodo i livelli occupazionali stabiliti all'atto della vendita”*.

Il dato positivo dimostra infatti una chiara volontà del legislatore di favorire la conservazione del complesso produttivo anche laddove per i creditori potrebbe essere preferibile avviare una liquidazione per stralcio.

Invero, proprio la previsione di un obbligo per l'acquirente di proseguire per un biennio le attività imprenditoriali denota l'intenzione del legislatore di agevolare in ogni modo il trasferimento d'azienda nell'evidente consapevolezza che - alla data di cessione - il complesso produttivo potrebbe non essere risanato economicamente ed anzi, produrre perdite nel biennio immediatamente successivo.

Ad ulteriore conferma di quanto sopra evidenziato è possibile richiamare il terzo comma dell'art. 63 del D.Lgs. 270/1999, in virtù del quale la scelta dell'acquirente è effettuata tenendo conto non solo *“dell'ammontare del prezzo offerto”* ma anche *“dell'affidabilità dell'offerente”* e *“del piano di prosecuzione delle attività imprenditoriali da questi presentato, anche con riguardo alla garanzia di mantenimento dei livelli occupazionali”*.

Nel complesso appare evidente come vi siano numerosi indici testuali che consentono di collocare su un piano di equivalenza i concetti di *“risanabilità”* e *“cedibilità”* dell'impresa.

⁽²⁴⁾ Secondo cui il recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali deve potersi realizzare *“tramite la cessione dei complessi aziendali, sulla base di un programma di prosecuzione dell'esercizio dell'impresa di durata non superiore ad un anno”*.

⁽²⁵⁾ Cfr. BORTOLIN, *L'apertura della procedura di amministrazione straordinaria: i requisiti sostanziali*, in AA.VV., *L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza dopo il d.lg. 12.9.2007, n. 169*, a cura di Concetto Costa, Torino, 2008, p. 181.

Ciò premesso, occorre precisare che sarebbe illogico far derivare dall'equivalenza suddetta un'interpretazione sostanzialmente abrogatrice dell'art. 27 del D.Lgs. 270/1999 che renderebbe automatico l'avvio della procedura di amministrazione straordinaria ⁽²⁶⁾.

Infatti, considerato che il presupposto di cui all'art. 27 del D.Lgs. 270/1999 si configura come parametro economico, si rende necessario un accertamento circa la presenza, nell'impresa, di potenzialità tali da rendere ragionevolmente ipotizzabile che l'acquisizione dell'azienda sia conveniente nell'economia di un ipotetico acquirente e che, ad un tempo, l'inserimento dei complessi aziendali da risanare in una nuova compagine proprietaria possa produrre vantaggi in termini di redditività ⁽²⁷⁾.

Analisi degli indicatori di equilibrio economico.

Nella presente sezione sarà oggetto di analisi la proiezione economica, predisposta dal *management* di Maflow S.p.A., acquisita in data successiva all'assunzione dell'ufficio commissariale.

In particolare, sarà analizzato lo sviluppo previsto a livello economico del Gruppo Maflow nell'esercizio 2009 e sarà effettuata una simulazione economica per gli esercizi 2010-2011.

Ai fini della presente analisi, i conti economici 2008-2011 sono stati riclassificati gestionalmente con l'intento di evidenziare l'evoluzione - attesa nel triennio prospettico - dei più significativi margini economici per valutare come impattano operativamente sui valori numerici le strategie definite dal *management* negli esercizi previsionali e verificare l'equilibrio economico del Gruppo.

Nel prosieguo, è indicata con maggiore dettaglio l'impostazione dello schema di conto economico gestionale utilizzato per l'analisi della simulazione economica predisposta congiuntamente dal *management*.

Il primo aggregato che viene definito nel conto economico è quello dei ricavi netti, dato dalla somma di ricavi di vendita e altri ricavi. Tale aggregato mostra l'effettivo fatturato realizzato dall'entità oggetto di analisi ed evidenzia quindi le vendite derivanti dalla reale attività produttiva, quelle realizzate nel rispetto del ciclo acquisti-trasformazione-vendita tipico di tutte le realtà industriali produttive.

⁽²⁶⁾ Cfr. BORTOLIN, *L'apertura della procedura di amministrazione straordinaria: i requisiti sostanziali*, in AA.VV., *L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza dopo il d.lg. 12.9.2007, n. 169*, a cura di Concetto Costa, Torino, 2008, p. 197.

⁽²⁷⁾ Cfr. BORTOLIN, *L'apertura della procedura di amministrazione straordinaria: i requisiti sostanziali*, in AA.VV., *L'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza dopo il d.lg. 12.9.2007, n. 169*, a cura di Concetto Costa, Torino, 2008, p. 198.

Il secondo aggregato che viene definito nella riclassifica gestionale utilizzata per l'analisi della simulazione economica (nonché primo importante margine del conto economico) è il margine di contribuzione diretto: questo margine si ottiene sottraendo ai ricavi netti sopra determinati i consumi delle materie prime utilizzate nel processo produttivo, il costo del lavoro diretto e il costo dei terzisti (*subcontractors*). Il dato dei consumi è quantificato tramite la somma algebrica di costi di acquisto di materie prime e variazione di rimanenze di magazzino. Il margine di contribuzione diretto, rapportato ai ricavi netti, consente quindi di capire quale sia l'effettivo margine che la realtà oggetto di analisi riesce ad ottenere nella vendita dei prodotti finiti rispetto al sostenimento dei costi variabili diretti. Una crescita nel tempo del margine di contribuzione diretto rapportato al fatturato sta a significare che l'entità oggetto di analisi ha incrementato i prezzi di vendita del prodotto finito o ridotto i costi variabili diretti, aumentando di conseguenza la marginalità.

Sottraendo al margine di contribuzione diretto gli altri costi variabili (indiretti), identificati nella fattispecie nei costi di spedizione, nelle utenze di produzione, nei materiali di consumo e negli altri costi variabili, si ottiene il margine netto di contribuzione: questo aggregato, dato quindi dalla differenza tra i ricavi di vendita e i costi variabili, deve pertanto essere sufficientemente capiente da coprire la totalità dei costi fissi per consentire alla Società (o al Gruppo) di chiudere il conto economico con un risultato positivo.

Nell'analisi della simulazione economica del Gruppo Mafrow i costi fissi sono suddivisi tra i costi fissi legati agli impianti o alle singole società del Gruppo (costi fissi d'impianto) e i costi fissi legati alla struttura centrale dell'*headquarter* (costi fissi *corporate*); rientrano tra i costi fissi i costi del personale indiretto e le spese generali (consulenze, manutenzioni, leasing), operando poi una suddivisione tra quelli che sono direttamente attribuibili ad ogni singola società o impianto del gruppo, o alla struttura centrale.

La differenza tra il margine netto di contribuzione e i costi fissi di cui sopra viene definita Margine Operativo Lordo (MOL o, con termine anglosassone, EBITDA).

L'EBITDA è molto significativo perché può essere considerato un "quasi" flusso di cassa operativo (nel caso in cui tutti i ricavi e i costi operativi venissero incassati e pagati, e non vi fossero variazioni nelle giacenze di magazzino, il flusso di cassa generato dalla gestione operativa sarebbe proprio il margine operativo lordo) e rappresenta la capacità di un'impresa di generare un flusso di cassa reddituale "teorico" aziendale (autofinanziamento).

Alla luce delle considerazioni che precedono, il giudizio di ammissibilità alla procedura di Amministrazione Straordinaria ex D.Lgs. n. 270 del 1999 e la verifica dell'esistenza di concrete

prospettive di recupero dell'equilibrio economico saranno effettuati individuando nell'EBITDA la migliore espressione sintetica della capacità dell'impresa e del Gruppo di operare in equilibrio economico.

Oggetto dell'analisi.

Una volta definito l'“equilibrio economico” quale (almeno) bilanciamento prospettico tra i costi e ricavi operativi - tralasciando, almeno per il momento, l'elemento del debito e dei conseguenti oneri finanziari che vengono a gravare sul conto economico - è necessario individuare il perimetro nell'ambito del quale concentrare le attività di verifica della sussistenza del requisito di “*recupero dell'equilibrio economico*”.

Sul piano formale, è noto che il Tribunale di Milano, con due distinte sentenze n. 260/09 e n. 261/09 dell'11 maggio 2009, ha dichiarato lo stato di insolvenza delle sole ricorrenti Maflow S.p.A. e Maflow Polska Sp.zo.o. Tuttavia, nell'ottica della verifica circa la sussistenza di “*concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico*”, la delimitazione dell'analisi alle sole ricorrenti apparirebbe inadeguata.

Si ricorda, infatti, che Maflow S.p.A. è una società *sub-holding* ⁽²⁸⁾ del Gruppo Maflow, a capo di una struttura piramidale già ampiamente descritta nei capitoli che precedono, che detiene partecipazioni, dirette e indirette, totalitarie.

Tale struttura è frutto di un processo di sviluppo del Gruppo, con la creazione di *subsidiaries* sia produttive che commerciali al fine di avvicinare la distribuzione ai clienti finali, con il fine di presidiare costantemente il cliente. Inoltre, non secondariamente, tale strutturazione ha permesso di conseguire significativi risparmi in termini di razionalizzazione dei costi di produzione grazie alla “*progressiva parziale delocalizzazione in altri paesi (tra cui, in particolare, la Polonia) della attività produttiva*”, come confermato dall'analisi di *Boston Consulting Group* ⁽²⁹⁾ che stima pari a circa il 60% la capacità produttiva già delocalizzata in aree caratterizzate da “*Low Labor Cost*”.

In conseguenza di quanto appena accennato, l'entità italiana, nel tempo, è divenuta prevalentemente fornitore di servizi a favore del Gruppo. Dalla lettura del ricorso per la dichiarazione dello stato di insolvenza di Maflow S.p.A. si evince infatti che “*sono direttamente gestite da personale degli uffici di Trezzano sul Naviglio e/o sono sottoposte alla diretta supervisione di tale personale - che*

⁽²⁸⁾ Maflow S.p.A. è infatti controllata dalla Maflow S.A. Spolka Akcyjna.

⁽²⁹⁾ Fonte: “*Maflow Business Plan 2009-2011 - Synthesis of main outcomes*”, Boston Consulting Group, 9 dicembre 2008).

funge da vero e proprio “quartier generale” del Gruppo Maflow - tutte le attività di indirizzo strategico, monitoraggio e controllo relative a:

- *organizzazione e sviluppo aziendale;*
- *struttura finanziaria (inclusa l'attività di negoziazione con le banche per finanziamenti e crediti);*
- *acquisizione/allocazione di assets fondamentali (progettazione e ingegnerizzazione dei prodotti e industrializzazione dei processi produttivi);*
- *selezione e gestione dei clienti (negoziare prezzi/specifiche dei prodotti);*
- *selezione e gestione dei fornitori (negoziare prezzi e termini di consegna);*
- *nomina dei corporate bodies in ogni società del Gruppo Maflow;*
- *gestione delle risorse umane a livello di mid e top management per ciascuna delle società controllate da Maflow e gestione dell'eventuale contenzioso giuslavoristico;*
- *negoziare con i sindacati sui singoli contratti locali in ciascuna società;*
- *processo di definizione dei budget del gruppo;*
- *definizione delle linee guida e dei processi di produzione;*
- *coordinamento nella redazione di statistiche relative all'attività produttiva;*
- *attività di reporting contabile e finanziario;*
- *controllo periodico finanziario e contabile;*
- *gestione della tesoreria.*

Tutta l'attività di Ricerca & Sviluppo del Gruppo Maflow, inoltre, è accentrata in Italia, dove sono sviluppati ed elaborati applicazioni / disegni / nuovi procedimenti industriali. Presso lo stabilimento di Trezzano sul Naviglio è inoltre presente un capannone nel quale vengono effettuati i controlli qualità ed il testing per tutti i prodotti fabbricati dal Gruppo Maflow. Sempre dall'Italia sono gestiti i diritti di privativa industriale, così come le offerte commerciali, i rapporti con i clienti (esistenti e nuovi) di tutto il Gruppo e le negoziazioni e gli accordi finali.

Dall'Italia sono pure gestiti:

- *i reclami e contenziosi dell'intero Gruppo;*
- *reparto acquisti di valenza media o grande;*
- *le regole di transfer pricing per tutte le operazioni inter-company;*
- *le decisioni sugli investimenti;*
- *i piani industriali di durata superiore ai 3 anni (ed i budget previsionali), le decisioni strategiche (come, ad esempio, lo sviluppo in Cina, Messico, Corea e Giappone);*

- *le politiche previdenziali e assicurative per i rami vita e danni.*

In buona sostanza, tutte le funzioni gestionali e cioè di direzione operativa delle attività di linee e di staff dalle Società del Gruppo Maflow sono accentrate presso gli stabilimenti di Trezzano sul Naviglio di Maflow S.p.A., la quale, oltre svolgere funzioni di direzione unitaria, fornisce alle società controllate (le quali non sarebbero in grado di svolgere autonomamente le relative attività) i principali servizi di amministrazione nelle attività diverse da quelle meramente produttive e/o commerciali”.

Alla luce delle considerazioni sopra esposte, apparirebbe scarsamente significativa un’analisi circoscritta alla sola Maflow S.p.A. la quale, nell’ottica di Gruppo, è una società che sostiene una serie di costi operativi a beneficio delle proprie controllate.

Si ritiene, dunque, di dover procedere alla verifica della sussistenza del requisito delle “*concrete prospettive di recupero dell’equilibrio economico*”, tenendo conto dell’intero perimetro costituito dalla società Maflow S.p.A. nonché dalle sue controllate operative (c.d. “perimetro consolidato”).

Ciò è ancora confermato nel ricorso presentato da Maflow S.p.A., nel quale si legge: “*il presente ricorso, peraltro, viene depositato contestualmente ad analogo istanza di un'altra società del gruppo facente capo a Maflow - e, precisamente Maflow Polska Sp.zo.o. [omissis] in considerazione delle profonde, numerosissime e ineliminabili connessioni a livello gestionale, finanziario, contabile, ecc. [omissis] esistenti tra le Società e della unitarietà societaria sia a livello di gestione sia di direzione*”.

L’attività di Maflow Polska Sp.zo.o. “*presenta plurimi punti di contatto con quella di Maflow, con la quale sono in essere rapporti sinergici e simbiotici che rendono le due realtà fortemente compenstrate l’una con l’altra. Maflow, invero, è il fornitore quasi esclusivo dei componenti a più alto contenuto tecnologico che Maflow Polonia lavora ed assembla per i principali clienti europei (tra i quali FIAT); Maflow cura anche l’attività di ricerca e sviluppo, di prototipia, di coordinamento industriale e di testing di laboratorio per Maflow Polonia, e pure cura e gestisce l’attività commerciale di acquisizione e gestione dei clienti. Specularmente, Maflow Polska Sp.zo.o. è il principale e di gran lunga prevalente canale di sbocco della produzione degli stabilimenti italiani e fruitore dei servizi di Maflow. In pratica, le due Società costituiscono un unico complesso produttivo fortemente ed indissolubilmente compenestrato...*”.

Discorso analogo vale anche “*in relazione alle altre società del Gruppo Maflow (tra cui, in particolare, per quanto concerne le società facenti parte della Comunità Europea, Man Servizi S.r.l., Maflow France S.A., Maflow Components Iberica S.L.U., Codan Rubber Ltd. e Codan*

Rubber A/S), le quali, a livello imprenditoriale, sono strettamente dipendenti e correlate a Maflow S.p.A. (in quanto costituiscono un unico complesso produttivo)” e “presentano, a loro volta, oggettive connessioni con Maflow (connessioni – anche in tal caso – di carattere gestionale e operativo, nonché di tipo finanziario, economico, ecc.)”.

In materia, si conclude infatti che *“in questo contesto, tra l’altro, nell’esporre le caratteristiche di Maflow e i motivi della crisi, non è stato possibile fare a meno di fornire una descrizione “incardinata” e “strutturata” all’interno di un discorso riguardante il Gruppo Maflow nella sua interezza”.*

In forza delle argomentazioni sopra esposte, ai fini dell’accertamento della sussistenza del requisito richiesto dalla norma, l’analisi non può che fondarsi sul perimetro consolidato, che di fatto, in Italia sopporta prevalentemente i costi della struttura di Gruppo e nella realtà polacca vede incentrata la struttura produttiva per la realizzazione delle forniture non soltanto dirette a clienti terzi, ma anche alle altre società del Gruppo ⁽³⁰⁾.

Maflow S.p.A. e Maflow Polska Sp.zo.o. *“sono, a livello imprenditoriale, anelli essenziali della medesima catena, essendo Maflow S.p.A. il fornitore sia dei componenti a più alto livello tecnologico che Maflow Polska lavora ed assembla in vista della sua distribuzione ai clienti finali, che della tecnologia, dello sviluppo prodotti, della prototipia, del coordinamento, dell’industrializzazione e del testing di laboratorio, ossia dei servizi necessari per il collaudo dei prodotti finali che escono dagli stabilimenti di Maflow Polska e la gestione dei rapporti commerciali”.*

Le verifiche conseguenti saranno dunque impostate sulla base di un’analisi che raffigura il Gruppo, al fine di permettere la piena comprensione dell’andamento del Gruppo nella sua interezza, “elidendo” le fortissime interessenze presenti tra le varie strutture societarie.

7.2. Le prospettive.

Il mercato di riferimento.

Il *core business* del Gruppo Maflow si indirizza prevalentemente nel settore della progettazione, produzione e vendita di componenti ed attrezzature per autoveicoli a qualsiasi uso destinati, ivi compresi i veicoli industriali e, in modo particolare, i componenti per l’industria automobilistica

⁽³⁰⁾ Ciò si evidenzia anche dalla suddivisione del fatturato della Maflow Polska Sp.zo.o. a livello geografico dalla quale si desume che il mercato nazionale polacco rappresenta un mercato di “secondaria importanza” rispetto al mercato estero.

(settore *automotive*), assumendo un posto di rilievo nel mercato mondiale. In particolare il Gruppo Maflow (che fa capo a Maflow S.p.A.) è attivo nello sviluppo, nella produzione e nella commercializzazione (verso terzi e all'interno del Gruppo Maflow stesso) di tubi in gomma rinforzata e in materiale composito per l'impiantistica degli autoveicoli e nella lavorazione e produzione di parti metalliche e di assemblati in gomma, alluminio o acciaio per altre applicazioni nel settore *automotive*, quali impianti servosterzo, impianti di condizionamento per autoveicoli, tubi "fuel" e "water", ecc., con una forte presenza e integrazione con l'intera catena produttiva, dallo sviluppo alla progettazione (insieme ai produttori di veicoli stessi), al *compound processing*, produzione e assemblaggio.

Il Gruppo Maflow è un operatore *leader* nel segmento dei tubi in gomma e in materiale composito per gli impianti di condizionamento per autoveicoli e mezzi pesanti, con il 28% circa delle quote di mercato a livello europeo e l'11% delle quote di mercato a livello mondiale nel 2008, approvvigionando prevalentemente in qualità di fornitore diretto e strategico di livello 1 (*tier-1*) i propri clienti OEM (*Original Equipment Manufacturer*).

In merito al mercato di riferimento degli OEM, si segnala nel seguito quanto pubblicato da un'autorevole fonte esterna (European Securities Network LLP) relativamente alle previsioni per il settore *automotive* nell'anno 2009.

European Securities Network LLP, analisi delle prospettive 2009 settore automotive.

“Mentre il 2008 si è rivelato un anno particolarmente difficile per l'industria dell'auto, il 2009 potrebbe rivelarsi una catastrofe per molte società del settore. In particolare potremmo essere di fronte al peggiore esercizio che si sia mai visto dalla nascita del settore automotive.

Il deterioramento potrebbe avvenire con un passo più veloce rispetto al 2008 e contemporaneamente ci sarà una particolare pressione sui servizi finanziari. Nello scenario più probabile verranno registrate rilevanti perdite per i fornitori di componenti per i quali, con molta probabilità, potrà diventare strettamente necessario procedere con aumenti di capitale.

Il principale mercato dell'auto colpito dalla crisi finanziaria è stato quello statunitense, nel quale, nel corso del 2008, si sono registrati cali nelle vendite di veicoli pari al 18% (13,2 milioni di auto).

L'Europa, che inizialmente sembrava non avere subito contraccolpi durante il corso dell'anno, ha iniziato più tardi il trend negativo. Il mercato europeo, infatti, è calato in modo più moderato rispetto a quello americano, precisamente del 7,8% (14,7 milioni di veicoli).

I mercati emergenti hanno invece registrato uno sviluppo complessivamente positivo nel 2008. La Cina ha visto salire le vendite del 7,3% (6,8 milioni di veicoli), il Brasile ha visto un incremento del 10% (2,4 milioni di veicoli). Alla fine dell'anno anche questi mercati hanno però iniziato a frenare e anche per loro è arrivato il segno negativo.

Nel 2009 la situazione potrebbe diventare veramente drammatica per il settore.

L'industria si trova già sotto pressione per il deterioramento del clima economico. La stretta creditizia limita drasticamente l'accesso al credito per tutti i soggetti coinvolti: i produttori, i fornitori e i potenziali acquirenti di auto.

Alle difficoltà nella ricerca del credito si aggiungono, inoltre, quelle relative alla crescita del costo del credito stesso.

Prendendo in considerazione gli ultimi dati di vendita e il persistere di una situazione negativa ci aspettiamo che il peggio avvenga nel corso del 2009. Specialmente la prima metà dell'anno potrebbe essere il momento più acuto della crisi.

Complessivamente ci si aspetta un declino delle vendite del settore auto intorno al 15%, tutti i maggiori mercati faranno segnare un declino con percentuali che raggiungeranno le due cifre.

Il mercato americano potrebbe rivelarsi uno dei peggiori, con un decremento atteso pari al 22%, seguito da quello europeo (-18%) e dai mercati emergenti (-11%).

Il modello di business basato sui servizi finanziari sarà particolarmente messo sotto pressione. Anche se il settore dell'auto non ha diretta esposizione ai rischi derivanti dalla crisi dei subprime, a quelli legati alle obbligazioni bancarie e agli altri titoli tossici, le società che operano nel settore automotive non sono esentate dalla sofferenza generale del settore bancario. Il settore automotive, infatti, sta soffrendo per l'incremento del rischio di rifinanziamento e per il generale elevato livello di indebitamento.

Inoltre, sono da considerare ulteriori rischi specifici:

1) Le svalutazioni: la caduta dei prezzi ha causato pressione per eventuali svalutazioni dei portafogli di macchine in leasing detenuti dai produttori di automobili. BMW, il produttore con assunzioni più aggressive sui valori residui, ha previsto una svalutazione totale pari a circa 1 miliardo di euro per il rischio che si attende essere in crescita nel breve periodo. Daimler ha previsto un totale di 0,5 miliardi per rischi legati ai leasing.

2) L'incremento del livello del debito: come risultato della crisi finanziaria americana e il conseguente rallentamento dell'economia, la percentuale di svalutazione crediti dovuta ai prestiti potrebbe incrementarsi notevolmente. Ci si aspetta che l'aumento del rischio per le case

automobilistiche coincida a un incremento dei costi per i finanziamenti offerti contestualmente all'acquisto delle auto. E' prevedibile un aumento del costo del debito fino a 100 punti base che comporterà, in Europa, un aumento di circa 140 punti base per i finanziamenti finalizzati all'acquisto di auto nuove.

3) *Rischio di finanziamento: nell'attuale contesto le società finanziarie delle case automobilistiche si trovano in una condizione di forte rischio di rifinanziamento. Per le aziende OEM, come per i produttori di auto, il rischio di fallimento deriva in misura maggiore dal possibile incremento dei costi finanziari piuttosto che dalla mancanza di liquidità. Quest'ultima infatti risulta in parte risolta attraverso lo sfruttamento dei fondi messi a disposizione dai governi. Un esempio di incremento dei costi finanziari è dato dal caso di Daimler che, recentemente, ha effettuato l'emissione di 1 miliardo di euro di bond con scadenza a gennaio 2012 e aventi un rendimento di 600 punti base sopra il mid-swap. Nell'agosto del 2008 sempre Daimler pagò uno spread di soli 110 punti base sopra il mid-swap per un'emissione di 1,5 miliardi di bond con scadenza a tre anni. In generale ci si aspetta che il contributo agli utili apportato dalla gestione finanziaria decrescerà in modo marcato. A ciò si aggiunge il fatto che molti OEM considereranno la necessità di trasferire risorse dalle imprese industriali alle loro controllate finanziarie, allo scopo di riequilibrare il rapporto tra capitale proprio e debito.*

Sarà quindi molto probabile, per la maggior parte degli OEM e delle imprese fornitrici, chiudere l'anno registrando delle perdite.

Diversi segnali si sono già manifestati sui profitti del 2008. In una prospettiva di mercato molto fragile gli utili diminuiranno drasticamente per le imprese che presentano strutture caratterizzate da elevati costi fissi. I programmi di ristrutturazione definiti in passato non potevano prevedere una caduta così profonda del mercato dell'auto, probabilmente molte società non saranno in grado di sopportare le perdite. A ciò si aggiunge il fatto che le politiche di cost cutting già attuate in passato lasciano poco spazio ad ulteriori tagli.

Generalmente le previsioni sull'EBIT sono state tagliate in media del 80%. Ci si aspetta un decremento del 65% dei profitti rispetto al 2008.

Potrebbero rendersi necessari aumenti di capitale, infatti, oltre all'impatto negativo sugli utili, ci si aspetta che la crisi incida in misura maggiore sui cash flows. L'incapacità di generare cash non deriverà soltanto dagli utili ridotti, ma anche dalla necessità di dover mantenere un determinato livello degli investimenti e dalla capitalizzazione dei costi di ricerca e sviluppo.

È inoltre importante considerare che, in seguito all'inaspettata caduta delle vendite, potrebbe seguire un significativo incremento del capitale circolante. Le rimanenze di magazzino potrebbero infatti portare all'aumento di tale valore perchè i tagli alla produzione vengono normalmente effettuati quando il magazzino è già cresciuto in modo significativo.

Gli OEM non potranno beneficiare del supporto dei fornitori. La loro situazione finanziaria risulta già essere estremamente dura. Al fine di evitare il fallimento di fornitori strategici è molto probabile che sarà chiesto alle OEM il pagamento delle fatture nell'arco di poco tempo.

Tutte le OEM europee hanno assorbito cash nel quarto trimestre del 2008. Inoltre la pesantezza della crisi è evidente grazie anche a numerosi esempi che sono disponibili ad oggi. Fiat ha aumentato il suo indebitamento netto di 2,7 miliardi di euro al posto della riduzione prevista di 1,3-1,8 miliardi di euro: una differenza pari a 4,0-4,5 miliardi. Anche il resto delle OEM europee ha riportato fino ad oggi sofferenze dovute all'assorbimento di cash.

C'è da aspettarsi diverse situazioni in cui si renderanno necessari aumenti di capitale. Come i tassi di rifinanziamento saliranno il consumo di capitale aumenterà per le società che si trovano in condizioni di elevato indebitamento. Ultimo elemento che desta particolare preoccupazione è il basso prezzo delle azioni, che potrebbe influire negativamente nella ricerca di nuovi investitori”⁽³¹⁾.

Analisi delle concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali.

L'analisi delle “concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico” di Maflow S.p.A. e di Maflow Polska Sp.zo.o. - oltre che del Gruppo nel suo insieme - muove necessariamente dalle previsioni interne al Gruppo stesso e, in particolare, dalle previsioni elaborate dal *top management*. Sulla base di tali considerazioni e per agevolare una verifica puntuale e dettagliata delle concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico del Gruppo, si è ritenuto di fare prioritario riferimento alle proiezioni di sviluppo economico predisposte dal Gruppo stesso, in base alle quali sono state poi effettuate analisi critiche e considerazioni di ragionevolezza basate su una molteplicità di elementi valutativi esterni.

È stata quindi attentamente analizzata tutta la documentazione interna relativa alla proiezione 2009 predisposta dal *management*, finalizzata a comprendere le concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico che il Gruppo aveva perduto.

⁽³¹⁾ Fonte: European Securities Network LLP (ESN), *European Automobiles & Parts*, 10 marzo 2009.

In particolare, i documenti prospettici di riferimento sono:

- proiezione 2009 sintetica (senza fogli di dettaglio) contenente i prospetti di conto economico e stato patrimoniale previsionale, denominata “*Maflow Group: Forecast 2009*” e revisionata in data 22 maggio 2009, contenuta nel file “*Cash flow 2009_opening april.xls*”;
- proiezione economica 2009 con fogli di dettaglio per *plant*, denominata “*2009 NEW P&L CONSO (MID SCENARIO)*”, contenuta nel file “*Bozza piano LF_work_DEFINITIVO TO KEEP_sent.xls*”;
- previsioni di sviluppo del fatturato per gli esercizi previsionali 2009-2010-2011-2012, redatte dalla struttura commerciale di Maflow S.p.A., contenuta nel prospetto “*Sales Forecast May 19_revised*”;
- simulazione dei benefici attesi dalle iniziative, alcune già intraprese altre da vagliare, di efficientamento produttivo e non, contenute nel documento “*Actions-2009-05-28-commissari.xls*”;
- simulazione dei benefici attesi in termini di riduzione del costo del personale derivanti dal ricorso alla Cassa Integrazione Guadagni Straordinaria, contenute nel file “*Analisi CIG-Mobilità.xls*”;
- suddivisione dei costi contenuta nel documento “*Group Cost by Plant*” – Aprile 2009;
- lettera inviata in data 28 maggio 2009 al cliente BMW di richiesta di posticipazione della discussione del “*JAVA 2009, price reduction 2009, and the previous proposal transmitted*” e stime di dettaglio degli sconti concessi al cliente BMW già accantonati, contenute nel file “*Analisi BP Trezzano Discount Effect Sent.xls*”;
- “*Maflow Business Plan 2009-2011 - Synthesis of main outcomes*”, Boston Consulting Group, 9 dicembre 2008.

Sulla base della documentazione sopra descritta, è stata elaborata, in mancanza di predisposizione di un puntale piano da parte delle società Maflow S.p.A. e Maflow Polska Sp.zo.o., una simulazione numerica, congiuntamente al *management* delle stesse, volta a delineare le previsioni di sviluppo per gli esercizi previsionali 2009-2010-2011.

A tal proposito si precisa che in tale simulazione sono indicati interventi che potrebbero portare a un incremento di ricavi e a una riduzione di costi, indispensabili secondo il *management* per il recupero dell’equilibrio economico, individuati:

- quanto all'esercizio 2009, sulla rielaborazione puntuale delle proiezioni economiche predisposte dal *management* nel "2009 NEW P&L CONSO (MID SCENARIO)", sulla quale sono stati introdotti i benefici derivanti delle azioni intraprese dal *management* volte a ridurre le inefficienze e sovrapposizioni (c.d. *redundancies*);
- quanto agli esercizi previsionali 2010-2011, in assenza di altre fonti sono state utilizzate
 - quale base informativa per la stima dei ricavi delle vendite: le previsioni di fatturato per gli esercizi previsionali 2009-2010-2011-2012, redatte dalla struttura commerciale di Maflow S.p.A.;
 - per quanto concerne la struttura dei costi operativi di produzione, è stata stimata mantenendo costante l'incidenza percentuale sui ricavi delle voci di costo che contraddistinguono attualmente il sistema produttivo del Gruppo Maflow;
 - sulla stima dei costi operativi di produzione, sono stati introdotti i benefici derivanti dalle azioni intraprese dal *management* volte a ridurre le inefficienze e sovrapposizioni (c.d. *redundancies*);
 - infine sono stati considerati i benefici attesi in termini di riduzione del costo del personale derivanti dal ricorso, relativamente alla struttura produttiva di Trezzano sul Naviglio, alla Cassa Integrazione Guadagni Straordinaria ⁽³²⁾ a zero ore per ulteriori 100 persone per mese.

La simulazione economica predisposta con la metodologia sopra descritta distingue l'evoluzione di ogni singolo impianto del Gruppo, così che è possibile desumere l'evoluzione delle società italiana, polacca e dell'intero Gruppo. Si ricorda, come già diffusamente trattato in precedenza, che *"il ciclo produttivo del Gruppo Maflow si fonda su un approfondito livello di interazione tra i diversi impianti, tale per cui, per esempio, i tubi in gomma, che vengono forniti, sia vulcanizzati che "green" , dallo stabilimento di Ascoli Piceno alle altre società del Gruppo Maflow, vengono preformati nello stabilimento polacco di Chelmeck per quanta riguarda i tubi non vulcanizzati, ovvero assemblati con le altre componenti in acciaio o alluminio negli stabilimenti di Trezzano sul Naviglio così come in quello sito in Brasile; analogamente, i fittings per la produzione di Maflow Polonia vengono assemblati negli stabilimenti francesi, spagnoli, ecc."* ⁽³³⁾.

⁽³²⁾ Si segnala che la Società al momento della dichiarazione dello stato di insolvenza già faceva ricorso alla Cassa Integrazione Guadagni Ordinaria (CIGO) a zero ore per 2 settimane al mese, la cui scadenza è prevista per il 24 luglio 2009.

⁽³³⁾ Fonte: Ricorso per la dichiarazione di insolvenza *ex artt. 3 e 5 D.Lgs. 270/1999* presentato da Maflow S.p.A. in data 10 aprile 2009.

L'evoluzione delle singole *legal entities* a livello prospettico appare pertanto non significativa del reale andamento del Gruppo, caratterizzato da fortissime interessenze tra le varie strutture societarie.

Al contrario, in ragione delle rilevanti interconnessioni - sul piano produttivo - tra Maflow S.p.A. e le sue controllate (ed, in particolare, tra Maflow S.p.A. e Maflow Polska Sp.zo.o.) la presente analisi avrà ad oggetto la situazione dell'intero Gruppo Maflow.

Si ritiene infatti che - tenuto conto dell'autonomia soggettiva delle singole società facenti parte del Gruppo e fermo il rispetto, per quanto concerne Maflow S.p.A. e Maflow Polska Sp.zo.o., del principio di netta separazione dei flussi finanziari e di cassa relativi alle società dichiarate insolventi - l'effettiva comprensione della situazione attuale e delle potenzialità future di ritorno all'equilibrio economico-finanziario presupponga un'analisi del perimetro consolidato di Gruppo.

L'evoluzione del Gruppo Maflow.

Si riepiloga nel prospetto seguente l'evoluzione del dato consolidato (al netto delle partite infragrupo) dell'intero Gruppo Maflow, costituito, oltre che dalla società italiana e polacca, anche dalle altre società del Gruppo.

Preliminarmente si ricorda che le simulazioni economiche di seguito presentate sono elaborate sul consolidamento dei complessivi 19 stabilimenti di cui il Gruppo Maflow dispone, di cui 8 localizzati in Europa (Italia, Polonia, Francia, Spagna, UK e Danimarca), 4 in America Latina (Brasile, Argentina e Messico) e 5 in Asia (Cina, e i restanti in Thailandia, Sud Corea e Malesia). Per quanto concerne i 7 uffici tecnici e commerciali (Olanda, Danimarca, USA, Corea, Giappone, Germania e Svezia), anch'essi attengono al perimetro come sopra individuato.

Dati in €000	2008	2009	2010	2011
Ricavi netti	259.009	194.218	224.360	245.941
% variazione annua		-25,02%	15,52%	9,62%
Margine di Contribuzione	58.054	50.437	59.729	65.475
% su ricavi netti	22,41%	25,97%	26,62%	26,62%
EBITDA di impianto	9.110	12.953	24.745	30.490
% su ricavi netti	3,52%	6,67%	11,03%	12,40%
EBITDA	- 11.387	- 6.817	5.696	11.505
% su ricavi netti	-4,40%	-3,51%	2,54%	4,68%
EBITDA post costi non ricorrenti	- 11.387	- 8.255	5.651	11.505
	-4,40%	-4,25%	2,52%	4,68%

Nota: per quanto concerne l'esercizio consuntivo 2008, il prospetto sopra riportato è costruito sulla base del dato gestionale fornito dalla Società; in conseguenza, le risultanze numeriche esposte nei capitoli precedenti potrebbero risultare differenti rispetto alla tabella sopra riportata a causa di una diversa riclassifica.

Il contributo della società polacca ai risultati reddituali è rilevante: come si evince dai prospetti gestionali consuntivi del 2008 e come indicato anche nella proiezione 2009, in cui sono distinti i risultati per ogni singolo impianto, i ricavi verso terzi di Maflow Polska Sp.zo.o. costituiscono circa la metà del fatturato complessivo del Gruppo e anche a livello di marginalità l'EBITDA di impianto della realtà polacca previsto nel primo anno di previsione è pari al 17,9% del fatturato, in confronto ad una marginalità del Gruppo pari al 6,7%. Il *management* ritiene inoltre che la società polacca possa continuare nel prossimo futuro a rappresentare una parte rilevante per la redditività e la ripresa dell'intero Gruppo.

Il peso dei costi relativi alla struttura centrale, pari a circa 20,5 milioni di Euro nell'esercizio storico 2008, è evidentemente tale da determinare un risultato negativo a livello di EBITDA complessivo. Tuttavia, stando alle previsioni elaborate dal *management*, le azioni messe già in atto e ancora da implementare, ma comunque già definite, per la riduzione di questi costi consentono a partire dall'esercizio previsionale 2010 il ritorno ad una marginalità positiva, grazie anche allo sviluppo di fatturato, al miglioramento del margine di contribuzione ed al citato risparmio atteso sui costi fissi.

Le ipotesi alla base della simulazione di Gruppo.

Dal momento che la verifica della sussistenza del requisito delle “*concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico*” muove necessariamente sulle previsioni di Gruppo, si ritiene opportuno indicare quali siano le principali assunzioni alla base delle simulazioni economiche che necessitano di una più approfondita analisi in merito al loro manifestarsi.

In particolare, si segnala che la proiezione predisposto dalla società Maflow S.p.A. risulta fortemente incentrato sulle seguenti assunzioni.

- **Fatturato:** sulla base di quanto appreso da colloqui con il *management*, il fatturato è stato determinato sulla base delle commesse che sono già state accordate dalla Società e dal Gruppo con i clienti, fra i quali si ricorda Fiat, Volkswagen, Audi, BMW, General Motors, Chrysler e Mitsubishi. Le stime esaminate per il triennio 2009-2011 si fondano sulle previsioni forniteci dal *management* aziendale (“*Sales Forecast May 19_revised*”) definite sulla base delle indicazioni, come da loro dichiaratoci, in loro possesso alla data di Maggio 2009. Sulla base di tali previsioni, Maflow S.p.A. ha sviluppato la proiezione economica presentata in precedenza e analizzata nella pagine seguenti.

Alla luce di tali considerazioni, le previsioni di assegnazioni e conseguenti volumi di fornitura potrebbero manifestarsi non pienamente attendibili, e necessitare di rettifica in corso d'esercizio, anche se tali previsioni sono state elaborate e trasmesse dalla Società nel mese di Maggio 2009 e già incorporano l'andamento e le previsioni delle vendite registrato nei primi mesi del 2009 e degli ordini acquisiti per i mesi immediatamente successivi.

È opportuno segnalare comunque che il *management* di Maflow S.p.A. ha riferito, nel corso degli incontri, che il fatturato previsto, soprattutto negli anni 2010 e 2011 potrebbe subire notevoli variazioni in base all'evoluzione della situazione del Gruppo: molti clienti, nel caso in cui non sia garantita una stabilità di fornitura nel futuro prossimo, sarebbero pronti a interrompere il rapporto di collaborazione con il Gruppo Maflow, anche se questa opzione comporterebbe oneri aggiuntivi, provocando una notevole riduzione delle prospettive di vendita.

- **Consumi materie prime:** tale voce di costo, strettamente correlata alla determinazione dei ricavi, manifesta nel corso del periodo di analisi un andamento pressoché costante a livello di Gruppo. Non sono stati dunque previsti dal *management* aziendale notevoli recuperi di marginalità percentuale nell'arco degli esercizi esaminati, mentre è stato invece ipotizzato un miglioramento già nel 2009 rispetto all'ultimo anno consuntivo, il 2008, predisposto secondo lo stesso schema utilizzato dalla Società per l'esposizione dei dati gestionali previsionali.

Le ipotesi in funzione delle quali sono stati determinati i consumi di materie prime nel 2009 si basano sui risultati consuntivi dei primi quattro mesi dell'anno (gennaio – aprile) e sulla incidenza media percentuale prevista dal *management* per ciascun impianto per i restanti mesi dell'anno: tale ipotesi sono state individuate sulla base delle incidenze ottenute nei primi mesi dell'anno e dei presumibili andamenti che si verificheranno nel corso dei restanti mesi. Per gli esercizi 2010 e 2011 sono stati mantenute costanti su base annua le percentuali ipotizzate dal *management* per il periodo che intercorre da maggio a dicembre 2009.

La marginalità percentuale si attesta, in tutti gli esercizi previsionali, intorno al 52%, in miglioramento rispetto al 53,1% registrato nel 2008.

- **Personale:** All'interno dei costi specifici di impianto la voce del personale è distinta tra lavoro diretto e lavoro indiretto. Per quanto riguarda la prima categoria, questa registra un andamento costante in percentuale rispetto al fatturato negli esercizi analizzati, prevedendo di raggiungere nel 2009 una percentuale pari al 14,61%, per poi stabilizzarsi negli anni successivi al 14%, in diminuzione rispetto al 15,5% del 2008. Questa diminuzione già a partire dal primo anno di previsione è riconducibile, secondo il *management*, all'effetto delle riduzioni di personale già

avviate alla fine del 2008, i cui primi effetti si manifestano già a partire dai primi mesi consuntivi del 2009 e con maggiore enfasi nei mesi successivi da maggio a dicembre.

Le ipotesi utilizzate per determinare il costo del **lavoro diretto** nel 2009 si basano dunque sui risultati consuntivi dei primi quattro mesi dell'anno (gennaio-aprile) e sulla incidenza media percentuale prevista dal *management* per ciascun impianto per i restanti mesi dell'anno, alla luce delle azioni di riduzione di forza lavoro già previste e del minor ricorso al lavoro straordinario. A livello assoluto si nota, comunque, una diminuzione del lavoro diretto che passa da circa 40 Milioni di Euro del 2008 a 28,4 Milioni di Euro del 2009.

Per quanto riguarda invece il **personale indiretto**, il *management* prevede nel primo anno previsionale una diminuzione rispetto al 2008, passando da un valore vicino a 25,1 Milioni di Euro ad un valore di circa 21,9 Milioni di Euro. Anche questa diminuzione è stata argomentata dal *management* della Società come il risultato delle azioni di riduzione di forza lavoro già previste alla fine del 2008 e in fase di attuazione già nei primi mesi del 2009. A conferma di queste affermazioni possiamo infatti notare che, a livello consolidato, il costo mensile medio dei primi quattro mesi del 2009 (pari a circa 1.780 Migliaia di Euro), risulta inferiore, rispetto al costo mensile ipotizzato per l'intero anno 2009 (pari a circa 1.842 Migliaia di Euro). Per gli esercizi successivi, il *management* ha previsto un aumento pari all'1,0% per il 2010 e una sostanziale invarianza per il 2011 e di conseguenza, in relazione al maggiore aumento del fatturato, diminuisce l'incidenza in termini percentuali.

In aggiunta alle azioni già intraprese il *management* ha inoltre individuato una serie di azioni aggiuntive per diminuire ulteriormente il costo del personale a livello specifico di impianto, sia diretto che indiretto⁽³⁴⁾. L'effetto di queste riduzioni, il cui maggior impatto è previsto nel 2010 e nel 2011 sulla società italiana e in particolare sull'impianto di Trezzano, consente di diminuire il costo complessivo del personale nel 2009 di circa 438 Migliaia di Euro e nel 2010 - 2011 di circa 3,6 Milioni di Euro.

▪ **Trasporti:** questa voce rappresenta il costo sostenuto direttamente dalla Società per la spedizione dei prodotti ai propri clienti. Il *management* prevede questo costo in diminuzione già a partire dal 2009 raggiungendo un percentuale rispetto al fatturato di 1,49% rispetto al 1,78% del 2008. Questo andamento, secondo il *management*, sarebbe facilmente attuabile con un ritorno ad una efficace programmazione della produzione, evitando così il ricorso, a proprie spese, di trasporti

⁽³⁴⁾ Nel prospetto precedentemente esposto riguardante i dati reddituali 2008-2011, l'effetto di queste riduzioni del personale diminuisce esclusivamente il costo del personale indiretto, tale per cui l'effetto sulla marginalità si vede a livello di EBITDA di impianto e non a livello del margine di contribuzione.

eccezionali (terrestri o aerei), e quindi più onerose rispetto alle convenzionali, per far giungere i prodotti a destinazione. A dimostrazione di questa relazione, il *management* ci ha fatto notare come ad Aprile questa voce ha registrato un valore a livello consolidato pari a 507 Migliaia di Euro, mentre in condizioni “normali” si dovrebbe attestare intorno a circa 150 Migliaia di Euro. Alla luce di ciò, la conseguibilità delle efficienze sui trasporti ipotizzati dal *management* appare incerta, data la pianificazione ancora incentrata sul brevissimo periodo.

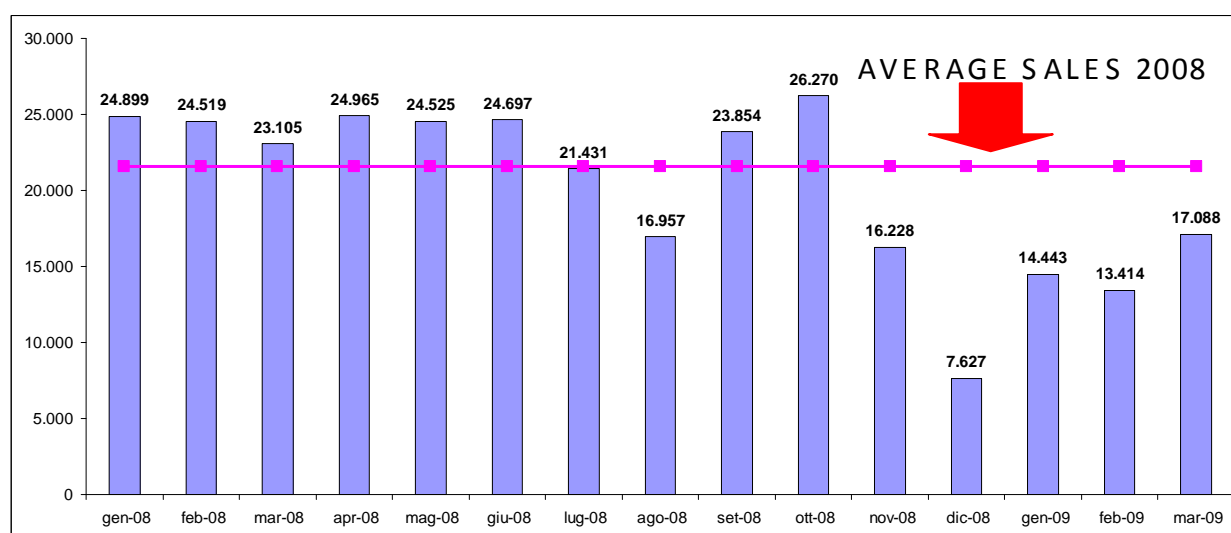
- **Costi fissi “corporate”:** i costi fissi non specifici di impianto sono relativi ai servizi erogati a livello centralizzato che riguardano principalmente lo svolgimento delle attività di indirizzo strategico, monitoraggio e controllo, come indicate dettagliamene in precedenza nella relazione, relative per esempio al *business development*, l’organizzazione e lo sviluppo aziendale, la gestione delle risorse umane, la gestione della finanza aziendale, e l’attività di ricerca e sviluppo. Il costo per lo svolgimento di questi servizi, composto per la maggior parte dalla voce del personale, come evidenziato dai documenti forniti dalla Società (“*Group Cost by Plant*” – Aprile 2009), viene poi suddiviso su ogni impianto del Gruppo per determinare la redditività di ogni impianto. La modalità di suddivisione utilizzata dal *management* della Società avvengono a condizioni sostanzialmente in linea con quelle di mercato, tenuto conto delle “*guidelines*” OCSE in materia di *transfer pricing*. Il *management* ha previsto nella proiezione 2009 di mantenere inalterato questa voce di costo, anche se ha definito e individuato delle azioni, che dovrebbero permettere un risparmio già di Euro 369 Migliaia nel 2009, Euro 1.091 Migliaia nel 2010 e Euro 1.155 Migliaia nel 2011 (e negli esercizi seguenti).

Evoluzione del Fatturato di Gruppo.

L’evoluzione del fatturato negli anni di simulazione economica, secondo quanto affermato dal *management*, è stata definita ipotizzando di limitare l’attività alla produzione destinata al soddisfacimento degli impegni contrattuali in essere e delle commesse assegnate con i clienti del Gruppo (mantenimento delle percentuali di assegnazione di modelli in essere alla data odierna).

Il *management* del Gruppo ha pertanto elaborato nel mese di Maggio 2009 una nuova proiezione economica di chiusura (“*2009 NEW P&L CONSO (MID SCENARIO)*”), che accoglie al suo interno, secondo quanto riferito, la previsione più conservativa in termini di fatturato che appare ipotizzabile in caso di ammissione della società alla procedura di Amministrazione Straordinaria e di evidenza su larga scala nei confronti degli operatori del settore *automotive* dell’intrapreso percorso di recupero.

Proprio in conseguenza delle considerazioni sopra esposte, è stato stimato per il Gruppo Maflow un sensibile calo di fatturato nell'esercizio previsionale 2009 rispetto all'esercizio consuntivo 2008, anche per tener conto della profonda crisi che ha interessato il mercato *automotive* già a partire dall'ultimo trimestre 2008 e che, secondo un'autorevole fonte esterna ⁽³⁵⁾, si prevede possa incidere in modo fortemente negativo sul settore *automotive* anche nell'anno 2009. A tal proposito, si segnala comunque che rispetto ai drammatici cali di volumi registrati nell'ultimo trimestre dell'esercizio 2008, i primi mesi dell'esercizio 2009, come è possibile evincere dal grafico sotto riportato, mostrano ricavi in incremento.



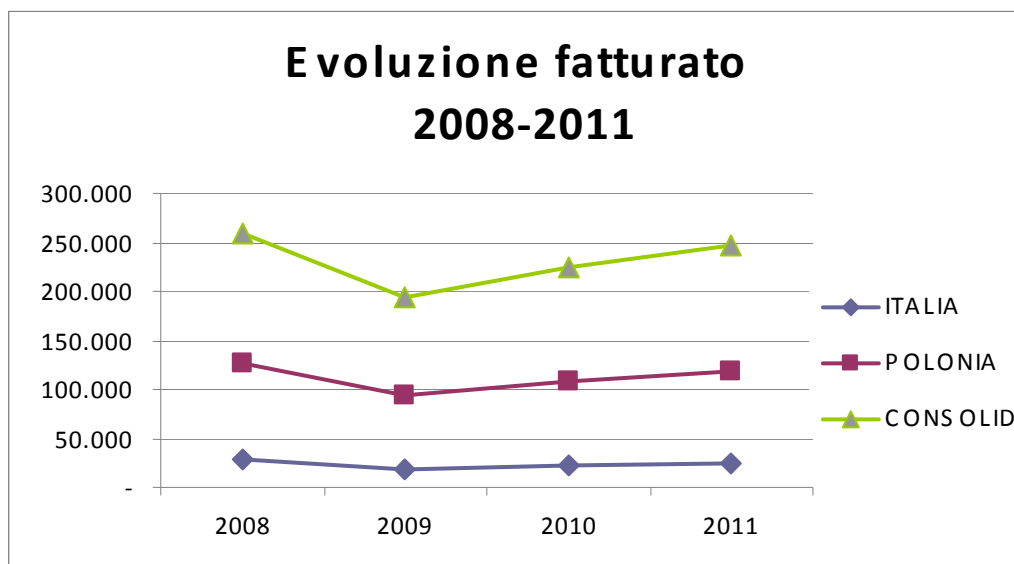
Per quanto concerne gli esercizi successivi al 2009, la simulazione numerica descritta ai fini della presente analisi è basata, come già più volte descritto in precedenza, sulle previsioni di fatturato per gli esercizi previsionali 2009-2010-2011-2012, redatte dalla struttura commerciale di Maflow S.p.A., sempre nelle sole componenti degli impegni contrattuali in essere (*Running*) e delle commesse assegnate (*Awarded*), tralasciando qualsivoglia nuova ulteriore opportunità commerciale (*opportunities*) relativa allo sviluppo di nuove commesse, derivanti dall'uscita di produzione di alcune vetture e dall'inserimento di nuove.

Complessivamente l'incremento del fatturato negli esercizi previsionali analizzati (2009-2011) è pari a circa 51,7 €mln ed è, secondo le stime del *management*, essenzialmente attribuibile allo sviluppo (già a partire dal 2009 per Euro 2,7 milioni) di nuove commesse già assegnate con BMW (X1), Ford-Volvo (Range Rover, S80), VolksWagen (Sharan, Robust Pick-up) ecc.

A questo si affianca l'incremento progressivo, con un livello di assegnazioni pari a circa Euro 10,8 milioni per il solo 2009, della produzione di tubazioni in gomma (*rubber hose*) direttamente a

⁽³⁵⁾ Cfr. European Securities Network LLP (ESN), *European Automobiles & Parts*, del 10 marzo 2009.

clienti terzi, tra i quali si possono annoverare alcuni OEM (Ducati, Renault) e *system integrator* (Carrier, Eaton, Keumah, Senstar e altri).



Evoluzione margine netto di contribuzione di Gruppo.

Il margine netto di contribuzione è il risultato della differenza tra ricavi e costi variabili e rappresenta quindi quella grandezza che deve consentire alle società di coprire tutti i costi fissi di struttura per ottenere un risultato economico positivo.

I costi variabili che entrano nel calcolo del margine di contribuzione sono tutte quelle voci di costo variabili (diretti ed indiretti) in proporzione al variare della produzione:

- consumi di materie prime (somma algebrica di acquisti di materie prime e variazione di magazzino);
- lavoro diretto;
- terzisti (*subcontractors*);
- spedizioni;
- utenze, materiali di consumo e altri costi variabili.

L'evoluzione, nel periodo 2009-2011, del margine di contribuzione rapportato al fatturato è sostanzialmente costante per il Gruppo Maflow, in conseguenza dell'ipotesi di sostanziale continuità (sviluppo *flat*) sottostante alla simulazione economica che determina, in via prudenziale, il mantenimento delle stesse ipotesi di marginalità.

A livello di confronto storico, il margine di contribuzione si presenta in peggioramento in valore assoluto rispetto al dato dell'esercizio 2008, nel quale, tuttavia, si sono registrati ricavi significativamente superiori (dato 2008: Euro 259,0 milioni; dato 2009: Euro 194,2 milioni).

In termini di incidenza sul fatturato, al contrario, il margine di contribuzione percentuale si presenta significativamente superiore (dato 2008: 22,41%; dato 2009: 25,97%), per effetto, secondo quanto riferito dal *management* di Maflow, al recupero di condizioni "normali" di programmazione della produzione (con miglioramento dei costi di trasporto) e di utilizzo delle materie prime (specie nella realtà polacca), diminuendo in modo sensibile gli scarti di produzione.

Si segnala che, sempre su indicazione del *management*, sarebbero inoltre conseguibili ulteriori risparmi nel prossimo futuro, sia grazie ad un ulteriore recupero di efficienza degli impianti sia per la diminuzione del prezzo delle *commodities*. Tuttavia, data la condizione di tensione finanziaria in cui si trova il Gruppo, il *management* ha optato di non considerare ulteriori miglioramenti incrementali di marginalità.

A livello di singola *legal entity*, la realtà che maggiormente beneficia delle dinamiche sopra descritte (in quanto caratterizzata da maggiori volumi produttivi) è la Maflow Polska Sp.zo.o., che rispetto ai valori consuntivi 2008 registra un incremento percentuale dell'incidenza del margine di contribuzione sul fatturato nell'ordine del 10%. Il peso più elevato registrato dalla società polacca è principalmente riconducibile, secondo quanto indicato dalla Società, al diverso *mix* di produzione rispetto agli altri impianti e alle altre società del Gruppo.

Per quanto concerne la società italiana, a livello previsionale si evidenzia un miglioramento dell'incidenza del costo dei trasporti, che sono ipotizzati più bassi rispetto alla società polacca e all'intero Gruppo, con una percentuale inferiore all'1% rispetto all'1,2-1,5% di incidenza sul fatturato a livello consolidato.

Infine, come più volte già segnalato, si ricorda, per dovere di corretta informazione, che la lettura del dato per *legal entity* può indurre a considerazioni a volte non accurate: infatti è noto che larga parte della produzione italiana (*"per esempio, i tubi in gomma, che vengono forniti, sia vulcanizzati che "green", dallo stabilimento di Ascoli Piceno alle altre società del Gruppo Maflow, vengono preformati nello stabilimento polacco di Chelmeck per quanta riguarda i tubi non vulcanizzati, ovvero assemblati con le altre componenti in acciaio o alluminio negli stabilimenti di Trezzano sul Naviglio così come in quello sito in Brasile"* [³⁶]) è destinata agli stabilimenti polacchi (e non solo)

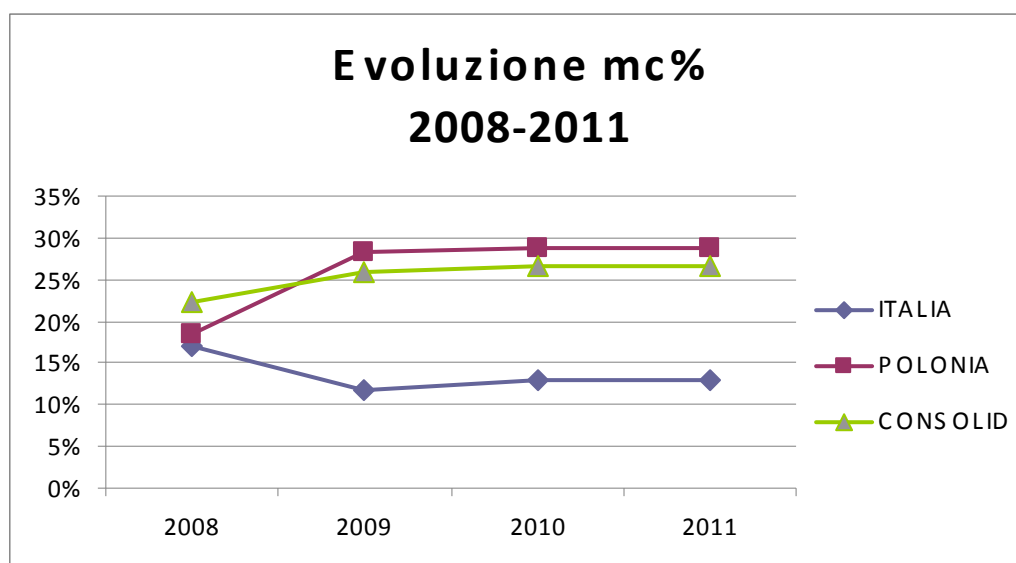
⁽³⁶⁾ Fonte: Ricorso per la dichiarazione di insolvenza ex artt. 3 e 5 D.Lgs. 270/1999 presentato da Maflow S.p.A. in data 10 aprile 2009.

del Gruppo Maflow. Di conseguenza, non necessariamente il dato della marginalità (sia in termini assoluti che di incidenza sul fatturato) permette di esprimere adeguate considerazioni in merito all'efficienza produttiva delle società del Gruppo, per effetto delle dinamiche di acquisto *intercompany*.

La lettura e l'analisi del dato consolidato, diversamente, permette invece di depurare le risultanze numeriche dalle forti "interazioni" che caratterizzano il Gruppo. Nel caso in specie, si evince che, a fronte di una crescita dell'incidenza del margine di contribuzione sul fatturato nell'ordine del 10% per la realtà polacca, la marginalità dell'intero Gruppo si accresce in misura sensibilmente minore, nell'ordine del 3,56%.

Ciò è motivato da un duplice aspetto: *in primis*, dalle forti interrelazioni tra Maflow S.p.A. e Maflow Polska Sp.zo.o., da cui scaturiscono forti dinamiche *intercompany* che la lettura del dato per singola *legal entity* non permette di depurare. Non trascurabile, inoltre, l'effetto derivante dalla variegata composizione del Gruppo, con marginalità estremamente disomogenee a seconda dell'attività svolta dalla società controllata (produttiva, commerciale o entrambe), del paese dove la stessa è ubicata (Paesi ad alta incidenza della manodopera, Paesi a bassa incidenza della manodopera, ecc.) e, a volte in misura non trascurabile, dall'effetto derivante dalla traduzione dei bilanci in valuta diversa dall'Euro.

In definitiva, ne deriva che il dato sulla marginalità espresso dal bilancio consolidato descrive puntualmente la marginalità di Gruppo, depurata delle dinamiche *intercompany*, sebbene l'indicazione fornita corrisponda ad una media influenzata, come appena detto, da fattori molteplici.



Evoluzione EBITDA.

L'EBITDA (o MOL, Margine Operativo Lordo) è il margine più importante per capire se una società è in grado di generare redditività a livello operativo. Si ottiene sottraendo al margine di contribuzione i costi fissi (a eccezione degli ammortamenti); non rientrano inoltre nel calcolo dell'EBITDA la gestione finanziaria, le voci di natura straordinaria e le imposte.

Nella fattispecie si è proceduto, seguendo la struttura utilizzata dalla Società nei documenti gestionali, a determinare vari livelli di EBITDA:

- EBITDA a livello di impianto (o “EBITDA di impianto” o ancora “EBITDA plant”);
- EBITDA a livello di gruppo (o “EBITDA di gruppo” o anche semplicemente “EBITDA”);
- EBITDA post costi non ricorrenti.

Al fine di determinare l'**EBITDA a livello di impianto**, sono stati sottratti al margine di contribuzione sopra calcolato e commentato i seguenti costi:

- costi del personale;
- altri costi operativi;

escludendo ovviamente i costi che, seppur appartenenti alla stessa tipologia, sono riferibili alla Gruppo e non ad uno specifico impianto.

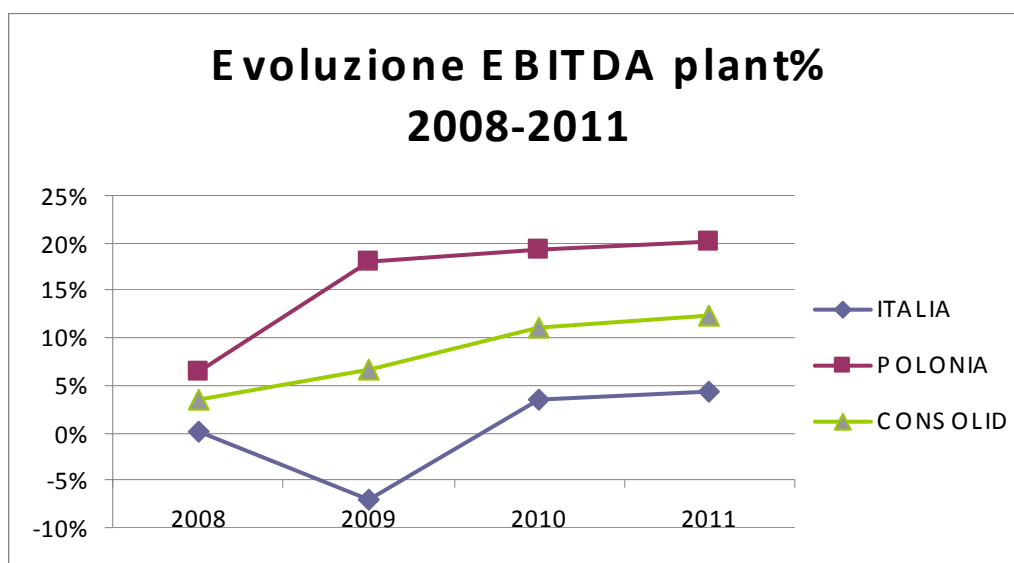
Nel periodo 2009-2011, l'evoluzione dell'EBITDA rapportato al fatturato é in continua crescita per il Gruppo Maflow, in conseguenza dell'ipotesi di incremento del fatturato e di diminuzione o sostanziale costanza dei costi fissi di impianto: la percentuale prevista passa dal 6,67% del 2009 al 12,40% dell'ultimo anno di previsione.

Anche rispetto all'ultimo dato consuntivo l'EBITDA di impianto è previsto nel 2009 in miglioramento in valore assoluto di circa 3,9 Milioni, dopo che nel 2008 aveva raggiunto un valore pari a circa 9,1 Milioni di Euro e al 3,52% rispetto al fatturato, nonostante si prevedano ricavi significativamente inferiori.

Questo incremento, già a partire dal 2009, è però conseguibile, sempre su indicazione del *management*, grazie ai risparmi che si dovrebbero ottenere sia sul fronte del costo del personale che degli altri costi fissi. Per quanto riguarda la prima tipologia di costi, si osserva il maggior peso del costo del lavoro nella società italiana rispetto alla società polacca e alle altre realtà del Gruppo Maflow: questo fenomeno, pur presentando un trend in diminuzione, è riconducibile ad una serie di motivazioni che si possono ricondurre, secondo la Società, al personale in esubero presente negli stabilimenti nazionali, specialmente in quello di Trezzano sul Naviglio, e al maggiore costo del

lavoro rispetto alle agli altri paesi in cui il Gruppo è presente con i propri impianti produttivi. In relazione a ciò, il *management* ha previsto una serie di azioni di riduzione e riorganizzazione della forza lavoro soprattutto sul territorio italiano, ipotizzando il ricorso all'istituto della Cassa Integrazione Guadagni Straordinaria per 100 persone dello stabilimento di Trezzano sul Naviglio per l'intero periodo della procedura di Amministrazione Straordinaria. Nel caso in cui venga disposta l'ammissione alla Cassa Integrazione Guadagni Straordinaria il risparmio previsto è stimato in circa Euro 2,9 Milioni. Gli ulteriori risparmi previsti sul fronte del personale oscillano tra un importo di circa Euro 440 migliaia del 2009 a circa Euro 700 Migliaia del 2010 e 2011 e riguardano principalmente la società polacca, Codan Argentina e Codan Rubber

Per quanto riguarda gli altri costi fissi di impianto, il *management* prevede un deciso calo per un importo di circa Euro 7,7 Milioni: questi risparmi riguardano una serie di spese relative, per esempio, alle manutenzioni, la pulizia degli impianti, le consulenze, e servizi vari.



Il secondo margine operativo lordo individuato è il c.d. EBITDA di Gruppo, dato dalla differenza tra l'EBITDA di *plant* e i costi fissi "*corporate*", ovvero i costi fissi legati alla struttura centrale dell'*headquarter*.

Tali costi sono relativi ai servizi, come indicati dettagliatamente in precedenza nella relazione, erogati a livello centralizzato che riguardano principalmente lo svolgimento delle attività di indirizzo strategico, monitoraggio e controllo, relative, *inter alia*, al *business development*,

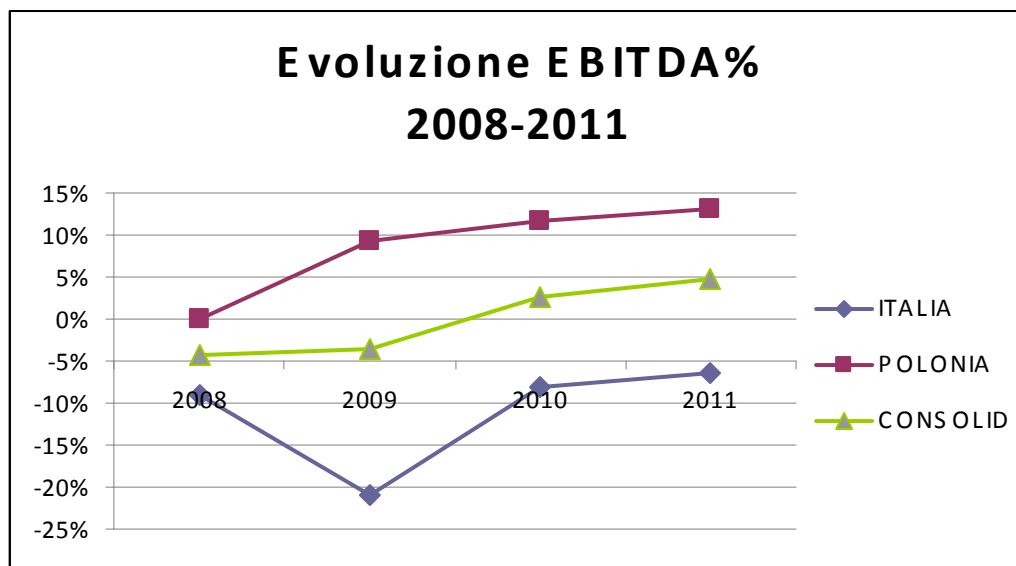
all'organizzazione e allo sviluppo aziendale, alla gestione delle risorse umane, alla gestione della finanza aziendale e all'attività di ricerca e sviluppo.

Il costo per lo svolgimento di questi servizi, composto per la maggior parte dalla voce del personale, è suddiviso a condizioni sostanzialmente in linea con quelle di mercato, al fine di individuare la redditività di ciascun impianto del Gruppo.

Il *management* ha individuato, definito e già avviato delle azioni che dovrebbero permettere miglioramenti nell'incidenza di tale voce di costo. Infatti la progressiva erosione del fatturato ha inevitabilmente determinato, in mancanza di una massa critica sufficiente, l'esuberanza della struttura "corporate", la quale, come più volte confermato dal *management*, è stata organizzata con l'obiettivo di gestire un giro d'affari nell'ordine di Euro 400 milioni.

Le azioni individuate dal *management* abbracciano in particolar modo le società controllate Codan Rubber A.S. e Man Servizi S.r.l., con un risparmio stimato pari a Euro 369 Migliaia nel 2009, Euro 1.091 Migliaia nel 2010 e Euro 1.155 Migliaia nel 2011.

Nel grafico seguente è rappresentata l'EBITDA di Gruppo in termini di percentuale sui ricavi netti.



Infine, è stato individuato un terzo livello di analisi dell'EBITDA, con la definizione dell'"EBITDA post-costi non ricorrenti". È infatti pacifico che l'implementazione delle azioni esposte nel precedente paragrafo, già avviate dal *management*, comporta necessariamente il sostenimento dei relativi oneri, come anche puntualizzato nel Ricorso di Maflow S.p.A.

Tali oneri, tuttavia, rappresentano voci di costo *una tantum* (c.d. *non recurring cost*) che, per definizione, si presentano in un solo esercizio. In pratica si tratta di voci di costo la cui utilità sarà

solo in parte evidente nell'esercizio in cui sono sostenuti e che, a ben vedere, apporteranno benefici soprattutto negli esercizi successivi, a condizione dell'ammissione delle Società ricorrenti alla procedura di Amministrazione Straordinaria ⁽³⁷⁾.

Tale circostanza induce a non considerare tali costi nella determinazione del margine operativo lordo delle "attività imprenditoriali", così da non influenzare le risultanze numeriche con oneri i cui benefici solo in parte si riverseranno nell'esercizio di sostenimento.

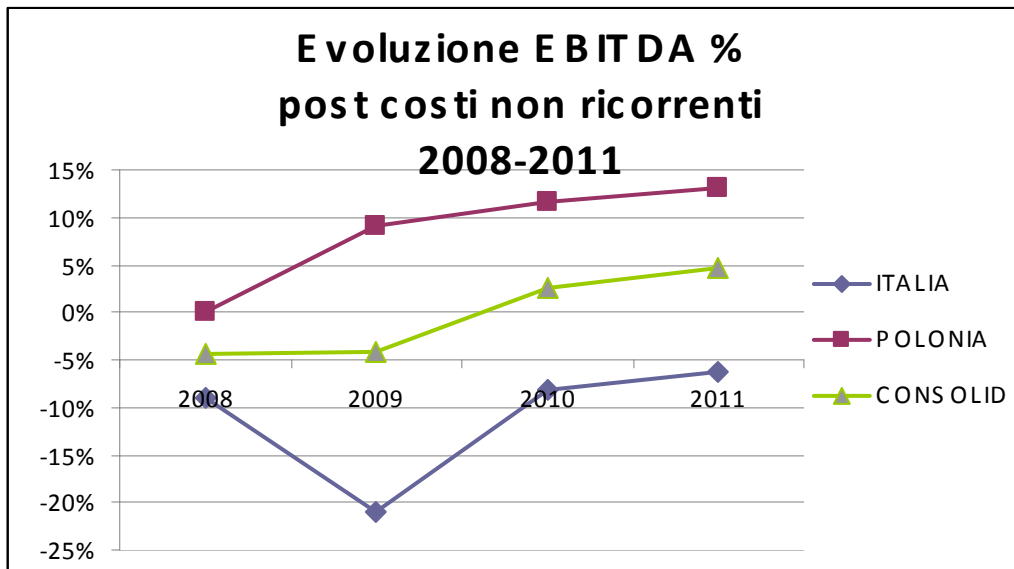
Complessivamente gli oneri in parola ammontano rispettivamente a Euro 618 Migliaia nel 2009 e Euro 45 Migliaia nel 2010, mentre non sono previsti nel 2011. Messi in correlazione con i benefici futuri attesi (descritti nella sezione precedente sull' EBITDA di Gruppo), è ancor più evidente la necessità di depurare l'effetto dello slittamento tra il momento del sostenimento di tali oneri e il conseguimento dei relativi benefici.

Infine, allo scopo di normalizzare anche il risultato consuntivo dei primi mesi dell'esercizio 2009, durante i quali, secondo quanto appreso dai colloqui avuti con il *management*, sono stati sostenuti alcuni costi aventi natura straordinaria, sono state riclassificati sia i costi derivanti dalle consulenze attivate allo scopo della predisposizione del ricorso per la dichiarazione dello stato di insolvenza (ai fini dell'ammissione alla procedura ex D.Lgs. 270/99), sia i costi relativi alle spedizioni aventi natura straordinaria (trasporti aerei, "bagaglio accompagnato", ecc.), particolarmente frequenti nei mesi di Marzo ed Aprile, conseguenti alla condizioni non "normali" di programmazione della produzione (approvvigionamenti difficoltosi, ecc.).

L'ammontare complessivo di tali costi, pari a Euro 820 migliaia, suddiviso quanto ad Euro 520 migliaia in consulenze e Euro 300 migliaia in spedizioni straordinarie, è stato pertanto scorporato dalle relative voci di costo (rispettivamente, costi fissi "corporate" e costi di spedizione) e riclassificato sotto l'EBITDA di Gruppo come costo straordinario non ricorrente.

Nel grafico seguente è rappresentata l'EBITDA *post* costi non ricorrenti in termini di percentuale sui ricavi netti.

⁽³⁷⁾ Tale circostanza potrebbe persino indurre a considerare tali oneri alla stregua di costi capitalizzabili (c.d. oneri pluriennali) da ammortizzare in un congruo periodo sulla base della vita utile stimata.



7.3. Gli elementi di potenziale *upside* della simulazione economica.

Dal momento che la verifica della sussistenza del requisito delle “*concrete prospettive di recupero dell’equilibrio economico*” muove necessariamente sulle previsioni della simulazione economica, si ritiene opportuno indicare quali siano le assunzioni alla base che manifestano maggiore potenzialità.

- **Fatturato:** nella previsione di fatturato elaborata dalla struttura commerciale di Maflow S.p.A., oltre ad essere indicato il fatturato relativo a commesse in corso e a commesse assegnate al Gruppo, è stata inoltre formulata una stima relativa alle c.d. *opportunities* relative allo sviluppo di nuove commesse (di cui le più significative in termini di importo con i Gruppi Renault-Nissan, Volkswagen, Volvo e BMW), derivanti dall’uscita di produzione di alcune vetture e dall’inserimento di nuove. Su queste opportunità commerciali, che già nelle stime relative al 2010 determinerebbero un significativo avanzamento in termini di fatturato, il Gruppo Maflow dovrà focalizzare l’attenzione al fine di vedere confermati gli stessi volumi di assegnazioni di oggi.

Si segnala inoltre che il Gruppo Maflow ha presentato richiesta a BMW, con lettera inviata al cliente in data 28 maggio 2009, di posticipazione della discussione del “*JAVA 2009, price reduction 2009, and the previous proposal transmitted*” a Settembre 2009; allo stato BMW non ha ancora dato alcun riscontro circa la richiesta avanzata. Si evidenzia che il *discount rate* dovrebbe essere applicato contrattualmente sull’intero fatturato BMW dell’esercizio 2009, perciò in caso di accettazione della richiesta, si potrebbero determinare miglioramenti dei ricavi.

Infine è doveroso puntualizzare, come più volte ribadito in precedenza, che il fatturato previsto (già nella versione *Running e Awarded*), soprattutto negli anni 2010 e 2011 potrebbe subire notevoli

variazioni in base all'evoluzione della situazione del Gruppo: molti clienti, nel caso in cui non sia garantita una stabilità di fornitura nel futuro assai prossimo, sarebbero pronti a interrompere il rapporto di collaborazione con il Gruppo Maflow, anche se questa opzione comporterebbe per loro oneri aggiuntivi.

▪ **Costi di produzione:** rappresentano la voce che manifesta, in assoluto, maggiori potenzialità di miglioramento per il Gruppo. Si ricorda, infatti, che Maflow ha incaricato un primario *advisor* industriale (Boston Consulting Group), “*al fine di identificare le opportunità di miglioramento della gestione operativa del Gruppo e sviluppare un piano complessivo di intervento industriale per il risanamento e la razionalizzazione dei costi, in modo da individuare risparmi nell'ambito del processo produttivo al fine di incrementare la marginalità operativa, anche alla luce delle azioni già intraprese dal management.*”

L'analisi sviluppata da Boston Consulting Group ha individuato le seguenti modalità di intervento:

(i) *graduale riduzione dei costi operativi in un range stimato tra € 18 mln e € 24 mln, in relazione a sette principali aree di intervento:*

- *Procurement: possibili risparmi sino a € 4/6 mln;*
- *Labor Efficiency: possibili risparmi sino a € 4/5 mln;*
- *Production process & cycle time: possibili risparmi sino a € 3/4 mln;*
- *Quality: possibili risparmi sino a € 2/3 mln*
- *Indirect costs and SG&A: possibili risparmi sino a € 3/4 mln*
- *Standardization of Products: possibili risparmi sino a € 1 mln e*
- *Logistics: possibili risparmi sino a € 1 mln*

al fine di armonizzare la struttura del Gruppo Maflow al nuovo ridotto volume di affari;

(ii) *investimenti volti a implementare la riduzione dei menzionati costi operativi per un ammontare pari a circa € 9,5 mln e investimenti volti a garantire l'operatività del nuovo modello industriale per un ammontare complessivo pari a circa € 25,5 mln;*

(iii) *rafforzamento, e maggior coordinamento orizzontale e verticale della struttura manageriale del Gruppo Maflow;*

(iv) *più elevati standard di qualità produttiva;*

(v) *razionalizzazione della supply chain e della gestione commerciale degli ordinativi effettuati dagli OEM.*

L'implementazione del piano di risanamento redatto da Boston Consulting Group implica ovviamente la necessita di reperire risorse finanziarie per la copertura dei relativi costi e una migliore razionalizzazione dell'indebitamento finanziario” ⁽³⁸⁾.

In sintesi, le aree di potenziale miglioramento che, una volta incardinata la procedura di Amministrazione Straordinaria, potranno essere prese in considerazioni dall'Organo Commissariale che, dopo averle valutate, disporrà di pieni poteri, in caso di apprezzamento, per la loro attuazione (dal momento che, come puntualizzato anche nel Ricorso di Maflow S.p.A., l'implementazione del piano di azione implica il sostenimento dei relativi oneri), si imperniano in:

1. **Consumi materie prime:** grazie agli interventi ipotizzabili sugli approvvigionamenti (*Procurement*), per tale voce di costo, con il forte contributo della delocalizzazione dei fornitori in paesi a basso costo del lavoro (Messico, Cina, ecc.), unitamente alla quotazione di nuovi fornitori (e alla rinegoziazione con quelli attuali) al fine di incrementare il potere contrattuale e al beneficio del trend discendente delle materie prime, potrebbe sperimentare una riduzione nell'ordine del 4% dei costi dei materiali;
2. **Altri costi diretti di produzione:** l'*advisor* industriale ha individuato l'implementazione di tecniche più efficienti per il taglio di gomma, alluminio e tubi in acciaio, con impatti in termini di riduzione degli scarti tecnici (*production process*), insieme con l'introduzione del “*Low Emission Fittings*” (LEF), che permetterebbe una riduzione del ciclo di lavorazione industriale (*cycle time*), e infine attraverso la razionalizzazione della produzione di tubi in gomma e la riduzione delle rilavorazioni e delle scarti per non conformità, un risparmio potenziale atteso è nell'ordine rispettivamente del 3% del costo dei materiali e del 6% del costo del lavoro diretto;
3. **Trasporti e logistica:** una migliore pianificazione sia produttiva che di immagazzinamento può consentire significativi risparmi in termini di oneri di spedizione (che, invece, nei mesi di febbraio e marzo 2009 hanno sperimentato un balzo anomalo conseguente alle frequenti spedizioni straordinarie con trasporti aerei, “bagaglio accompagnato”, ecc.), unitamente ad un migliore utilizzo della logistica (specie per i tubi in gomma) dei materiali di consumo. Il risparmio ipotizzabile da tali interventi è stimato nell'ordine del 1% dei costi diretti di produzione;

⁽³⁸⁾ Cfr. Ricorso per la dichiarazione di insolvenza ex artt. 3 e 5 D.Lgs. 270/1999 presentato da Maflow S.p.A. in data 10 aprile 2009.

4. **Personale:** la voce del personale è distinta tra lavoro diretto e lavoro indiretto. Per quanto riguarda la prima categoria, sono ipotizzati dall'*advisor* significativi risparmi derivanti da una strategia rivolta ad accrescere notevolmente la produttività (con specifico riferimento agli stabilimenti di Maflow Polska Sp.zo.o., nel quale è fondamentale intervenire al fine di ridurre l'assenteismo), da cui potrebbe derivare una sensibile riduzione del numero di addetti impiegati.

Anche per le altre controllate estere, sono ipotizzabili una serie di interventi volti a generare benefici in termini di aumento della produttività: *inter alia*, si citano i progetti di ristrutturazione aziendale che interessano il gruppo Codan, il progetto "*Chommage technology*" che potrebbe impattare su Maflow France in termini di minori ore lavorative, ancora lo sfruttamento dell'"*Espediente de Regulation de Empleo*" (simile alla Cassa Integrazione Guadagni) per Maflow Brazil e Maflow Iberica.

Infine è già in parte attivo un processo strategico di forte concentrazione nelle attività a maggior valore aggiunto per MAN Servizi S.r.l., con l'obiettivo di ridurre i c.d. *overhead*, con ulteriori risparmi attesi nell'ordine del 4% dei costi indiretti e SG&A;

5. **Spese generali:** per la realtà italiana sono ipotizzabili ulteriori efficientamenti nelle assicurazioni e nelle attività di "*Reception insourcing*", mentre per Codan Mexico sono ipotizzabili l'abbattimento delle consulenze, la riduzione del 50% delle *utilities*, e il trasferimento del *general manager* locale.

7.4. Conclusioni.

Considerato che, come detto, l'art. 27 del D. Lgs. n. 270 del 1999 condiziona l'ammissione dell'impresa insolvente alla procedura di Amministrazione Straordinaria al presupposto essenziale dell'esistenza di "*concrete prospettive di recupero dell'equilibrio economico delle attività imprenditoriali*", le analisi e le considerazioni svolte nella sezione precedente consentono al Collegio Commissariale di esprimere le proprie valutazioni in ordine alle possibilità che le attività imprenditoriali esercitate dalla Maflow S.p.A. e Maflow Polska Sp.zo.o. ⁽³⁹⁾ recuperino l'equilibrio economico, ripristinando un rapporto fisiologico tra costi e ricavi e mantenendo una posizione di rilievo nel settore *automotive*.

⁽³⁹⁾ Ci si riferisce, peraltro, anche alle controllate estere produttive di Maflow S.p.A., in ragione della circostanza - già evidenziata - che la società italiana, nell'ottica di Gruppo, è una società prevalentemente non produttiva che sostiene una serie di costi operativi a beneficio dell'intero Gruppo.

Nella consapevolezza della non vincolatività delle indicazioni offerte nelle presente Relazione in ordine al futuro programma dell'Organo Commissariale - sempre che il Tribunale ritenga di ammettere entrambe le società insolventi, o anche una sola di esse, alla procedura di amministrazione straordinaria - il Collegio Commissariale reputa opportuno esprimere anche a questo riguardo le proprie, motivate, valutazioni.

Si è già evidenziato come, ai fini dell'ammissione alla procedura di Amministrazione Straordinaria, la valutazione si incentri preliminarmente sull'equilibrio economico delle attività imprenditoriali, collocando in secondo piano - in questa analisi preliminare - il profilo debitorio dell'impresa insolvente.

Tale elemento, tuttavia, non può essere trascurato in occasione della scelta tra i due indirizzi alternativi ⁽⁴⁰⁾ già in precedenza richiamati ed ai quali corrispondono, sotto il profilo sostanziale, due diverse "gradazioni" con le quali le potenzialità di recupero sono suscettibili di manifestarsi.

Nel primo caso (programma di cessione), è possibile ripristinare nel futuro l'equilibrio tra costi e ricavi, senza tuttavia che ciò consenta anche di sanare *per integrum* le passività precedentemente accumulate: la conservazione del patrimonio produttivo si attua, quindi, tramite un mutamento della titolarità dell'impresa, della quale viene evitata, nelle more, la dissoluzione.

Nel secondo caso (programma di ristrutturazione), invece, l'Amministrazione Straordinaria prelude al recupero, da parte dell'impresa, della capacità di soddisfare regolarmente anche le obbligazioni pregresse e, dunque, al suo ritorno in *bonis*.

La gravità dello stato di insolvenza si riflette, evidentemente, nella scelta dei programmi.

Nel primo caso (programma di cessione) si è di fronte ad un'insolvenza più grave: i complessi aziendali sono ceduti ad altro imprenditore ed i creditori sono soddisfatti attraverso i meccanismi previsti dagli artt. 67 e segg. del D. Lgs. n. 270 del 1999; nel secondo (programma di ristrutturazione), lo stato di insolvenza è meno grave e, soprattutto, risulta reversibile nell'arco del biennio previsto dal del D. Lgs. n. 270 del 1999.

Le considerazioni che precedono, unitamente alle analisi precedentemente svolte in ordine alle cause dell'insolvenza ed alla misura del debito gravante su Maflow S.p.A. e Maflow Polska Sp.zo.o., contribuiscono alla definizione degli indirizzi da adottare nella definizione dei rispettivi programmi.

⁽⁴⁰⁾ Ci si riferisce, rispettivamente, alla cessione dei complessi aziendali, sulla base di un programma di prosecuzione dell'esercizio dell'impresa di durata non superiore ad un anno ("*programma di cessione dei complessi aziendali*") ed alla ristrutturazione economica e finanziaria dell'impresa, sulla base di un programma di risanamento di durata non superiore a due anni ("*programma di ristrutturazione*").

7.4.1. L'indirizzo di programma per Maflow S.p.A.

Con riguardo a Maflow S.p.A., la misura e le caratteristiche del debito inducono ad escludere un suo ritorno in *bonis* mediante l'adozione di un piano di ristrutturazione.

Alla data odierna si esprime pertanto parere negativo in ordine all'adozione di un “*programma di ristrutturazione*”.

Appare invece percorribile, con le precisazioni ed i limiti di cui appresso, l'ipotesi di adozione del “*programma di cessione dei complessi aziendali*”, da attuare sulla base dell'obiettivo prioritario e principale della conservazione dell'integrità e dell'unità del Gruppo, per le ragioni in precedenza evidenziate.

Peraltro, in linea con la *ratio* del D.Lgs. 270/1999, la cessione dei complessi aziendali (e delle partecipazioni detenute da Maflow S.p.A.) dovrà essere effettuata avendo riguardo - nella selezione del possibile acquirente - non solo al profilo del prezzo ma anche al profilo della sua competenza industriale, delle garanzie di salvaguardia del patrimonio produttivo e del mantenimento dei livelli occupazionali.

Nell'ambito del piano suddetto, la continuità dell'attività produttiva potrebbe aumentare le possibilità di successo delle operazioni di dismissione, incrementando i valori realizzabili anche in funzione di quegli elementi immateriali che sono propri delle sole imprese in funzionamento (avviamento, posizione di mercato, *know-how* tecnologico, patrimonio umano, ecc.).

Per questa via, una più intensa valorizzazione degli *asset* produttivi - abbinata ad interventi mirati al taglio dei costi e, per quanto possibile, all'incremento del fatturato - potrebbe offrire una adeguata tutela dell'interesse dei creditori.

Sotto altro profilo, occorre osservare che - in ragione della peculiare funzione svolta da Maflow S.p.A. all'interno del Gruppo di riferimento - l'eventuale interruzione della sua attività determinerebbe rilevanti conseguenze negative, in termini economici oltre che operativi, per le sue controllate.

Con riferimento all'ipotesi di avvio di un programma di cessione dei complessi aziendali di Maflow S.p.A., codesto Collegio Commissariale deve tuttavia evidenziare, da un lato, il serio rischio di perdite di esercizio nell'arco temporale intercorrente tra l'avvio della procedura di a.s. ed il perfezionamento della vendita e, dall'altro, l'eventualità che la società non disponga delle risorse necessarie alla copertura del fabbisogno finanziario relativo alla prosecuzione dell'attività imprenditoriale.

Si precisa, a tal proposito, che il perfezionamento, anche in tempi estremamente ridotti, dell'*iter* di cessione - i cui adempimenti preliminari sono già in corso - potrebbe consentire di ovviare solo in parte alle criticità dianzi evidenziate.

Con riferimento alle criticità insite nella situazione di Maflow S.p.a. si allega la comunicazione pervenuta, tramite *e-mail*, dal Dott. Giovanni La Croce, liquidatore della società (All. 11).

Da ultimo, corre l'obbligo di precisare che se l'intervento sulla riduzione dei costi è perseguibile con un disegno imprenditoriale mirato, il raggiungimento degli obiettivi stabiliti nel piano è invece subordinato alle variabili di mercato ed al ritorno alla normalità della gestione aziendale anche dal punto di vista commerciale e dell'affidabilità operativa.

7.4.2. L'indirizzo di programma per Maflow Polska Sp.zo.o.

La misura e le caratteristiche del debito di Maflow Polska Sp.zo.o., inducono - per motivazioni analoghe a quelle già esposte con riguardo a Maflow S.p.A. - ad escludere un suo ritorno in *bonis* mediante l'adozione di un piano di ristrutturazione.

Appare invece percorribile l'ipotesi di adozione del "*programma di cessione dei complessi aziendali*", al fine di perseguire la conservazione dell'integrità e dell'unità dell'impresa.

Anche per Maflow Polska Sp.zo.o., la selezione del possibile acquirente dei complessi aziendali dovrà essere svolta tenendo conto non solo del prezzo ma anche della sua competenza industriale e delle garanzie di salvaguardia del patrimonio produttivo e di mantenimento dei livelli occupazionali.

Oltretutto, il programma di cessione appare idoneo ad assicurare il conseguimento di risorse finanziarie anche in considerazione dei seguenti aspetti:

- a) prezzi di mercato ragionevolmente ipotizzabili per la cessione di complessi aziendali in funzionamento (prezzi che certamente potranno beneficiare della valorizzazione di un indubitabile avviamento industriale e di mercato);
- b) risultati economici ragionevolmente conseguibili.

Si precisa che, anche per Maflow Polska Sp.zo.o., la continuazione dell'attività d'impresa (unita ad interventi mirati al taglio dei costi e, per quanto possibile, all'incremento del fatturato) in previsione della cessione dei complessi aziendali potrebbe incrementare le possibilità di successo dell'operazione di dismissione e tutelare in maniera adeguata l'interesse del ceto creditorio.

Il programma di cessione appare, inoltre, pienamente compatibile con l'arco temporale di un anno stabilito a tal fine dal D.Lgs. 270/1999.

La redditività dell'impresa potrebbe, nel frattempo, fornire sufficienti risorse per la copertura del fabbisogno finanziario della procedura di amministrazione straordinaria.

Si segnala, infine, che anche per Maflow Polska Sp.zo.o. vale quanto in precedenza osservato circa il fatto che il raggiungimento degli obiettivi stabiliti nel piano è subordinato alle variabili di mercato ed al ritorno alla normalità della gestione aziendale.

Si depositano gli allegati come da indice separato.

Trezzano sul Naviglio, 24 giugno 2009.

I Commissari Giudiziali

Avv. Stefano Coen

Avv. Francesco Pensato

Avv. Prof. Vincenzo Sanasi d'Arpe