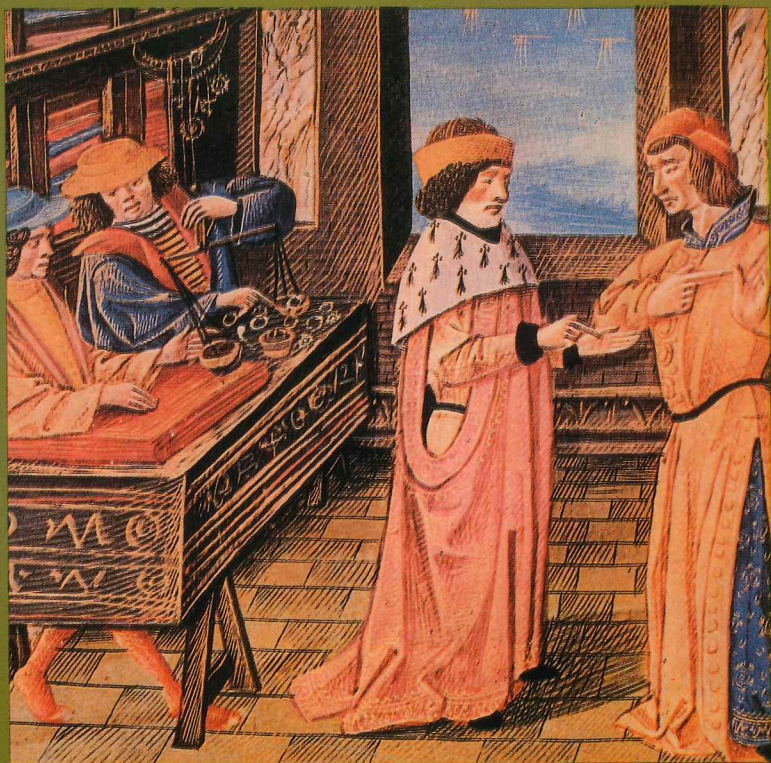


CESARE ROSA - ANDREA SCHIAVO

LA SFIDA ITALIANA DEL MERCHANT BANKING



EUROPÍA

CESARE ROSA – ANDREA SCHIAVO

LA SFIDA ITALIANA DEL MERCHANT BANKING

EUROPIA

Europa - Iniziative Editoriali – 28100 Novara
Bal.do Lamarmora, 15 – Tel. 0321/35.707

Indice

| | |
|--|----------|
| Presentazione del dr. Nerio Nesi | pag. 9 |
| Presentazione del dr. Franco Piga | pag. 11 |
| | |
| UNA NUOVA MENTALITÀ PIÙ CHE UN SEMPLICE MODELLO | pag. 15 |
| | |
| Capitolo I | |
| IL MERCHANT BANKING ALL'ESTERO | pag. 19 |
| | |
| Capitolo II | |
| IL MODELLO ITALIANO | |
| 1. La posizione della Banca d'Italia e l'attuale attività di merchant banking | pag. 27 |
| 2. Cenni sul recente andamento della Borsa | pag. 30 |
| 3. I disegni di legge sul merchant banking e il recente provvedimento in materia del Comitato per il Credito e Risparmio | pag. 40 |
| 4. Il merchant banker | pag. 52 |
| 5. Il profilo dell'impresa ideale | pag. 54 |
| 6. Il profilo della merchant bank | pag. 57 |
| 7. I vantaggi per l'impresa da partecipare | pag. 58 |
| | |
| Capitolo III | |
| LA VALUTAZIONE AZIENDALE SULLA BASE DELL'ANALISI FINANZIARIA | |
| 1. Premessa | pag. 63 |
| 2. L'indagine tecnica, economica e finanziaria | pag. 66 |
| 3. I principali metodi di valutazione dell'impresa | pag. 97 |
| 4. Il calcolo del rendimento delle operazioni di partecipazione | pag. 104 |
| | |
| Capitolo IV | |
| 1. I prestiti obbligazionari convertibili | pag. 107 |
| 2. L'acquisto di azionista | pag. 109 |
| 3. Il trattamento fiscale dei dividendi | pag. 114 |
| 4. Il trasferimento dei titoli e considerazioni finali | pag. 115 |
| | |
| Capitolo V | |
| I PATTI PARASOCIALI | pag. 119 |
| | |
| Capitolo VI | |
| IL CONTROLLO DI GESTIONE E I PRODOTTI FINANZIARI INNOVATIVI | |
| 1. Le consulenze gestionali ed il ricorso agli incentivi per l'innovazione tecnologica | pag. 125 |
| 2. Mergers and acquisitions, leveraged buy outs | pag. 129 |
| 3. Il capital market | pag. 131 |
| | |
| Capitolo VII | |
| LA PRESENTAZIONE IN BORSA | |
| 1. I mercati di Borsa | pag. 137 |
| 2. Gli Organi di Borsa | pag. 141 |
| 3. Gli intermediari | pag. 142 |
| 4. Qualche informazione sui meccanismi e sulla terminologia di Borsa | pag. 144 |
| 5. I requisiti richiesti per la quotazione e i relativi costi | pag. 147 |
| 6. La procedura e la tempistica per l'ammissione in Borsa | pag. 150 |

7. Le tecniche di quotazione
8. I Consorzi di collocamento

pag. 161
pag. 164

Conclusioni

pag. 167

PRESENTAZIONI

Dr. Nerio Nesi

*Il **merchant banking** in Italia parte al momento giusto. Prende avvio concreto proprio mentre la struttura delle industrie italiane manifesta segnali di vitalità, che parevano scomparsi. Si candida ad essere l'occasione finanziaria giusta per le imprese pronte a compiere un salto di qualità: il classico "treno." che bisogna "prendere" con tempestività.*

Andiamo con ordine. Le indagini che "leggono" i conti economici e patrimoniali delle imprese italiane rivelano dati inequivocabili, che, oltretutto, ci fanno ben figurare nei raffronti internazionali. La redditività delle imprese - ed in particolare il rapporto tra utili netti e mezzi propri - sta salendo; l'indebitamento (un male antico, tutto italiano) si sta riducendo progressivamente.

La redditività del capitale proprio, praticamente inesistente al 1979, è stata del 2,15% nel 1983, del 6,24% nel 1984, del 9,6% nel 1985, ed è ancora cresciuta nel '86. In ascesa risultano anche altri dati significativi: la redditività delle vendite, il fatturato per dipendente. E questo non soltanto per i grandi gruppi che, dal loro canto, "tirano la volata"; in pieno sviluppo risultano anche le imprese di medie dimensioni.

*Ecco, questo è il fatto importante e significativo sul quale s'innesta il discorso del **merchant banking**. Di imprese sane, pronte ad aumentare il capitale associando nuovi azionisti, in Italia se ne contano oltre 1500. Sono imprese con prospettive concrete, che vantano solidi indici patrimoniali, finanziari e reddituali e ottime direttrici programmatiche, garantite da manager con spiccata professionalità e indipendenza. Possono essere definite il "gruppo scelto" che ha la possibilità - in un certo senso la "missione" - di articolare il sistema industriale italiano, di fornire nel contempo "occasioni" ai risparmiatori, di aiutare il necessario riequilibrio fra l'economia di carta (esplosa negli ultimi anni) e l'economia reale, che dobbiamo far crescere.*

*Sono obiettivi ambiziosi, ma possibili. Presuppongono l'esistenza di strutture adeguate, di supporti finalizzati. Il **merchant banking all'italiana** vuole essere anche questo: collegare le imprese al mercato del risparmio, fornire consulenze specifiche, finanziarie, nella gestione della liquidità, nelle gestioni patrimoniali, nelle operazioni di capital market, nelle azioni direzionali, nelle scelte strategiche d'investimento, di organizzazione, ecc.*

*Con il **merchant banking all'italiana** quindi la finanza - diremmo la "nuova finanza" - torna a pieno titolo al servizio dell'impresa e, meglio ancora, di questa "nuova impresa". Al servizio delle sue strategie, a supporto della sua crescita. Ne guadagna la qualità dei tradizionali rapporti banca-impresa. Ne traggono linfa gli sforzi sinergici tra queste due realtà. Anche in "chiave" di competitività internazionale, di apertura al mondo.*

*La delibera recentemente assunta dal Comitato per il Credito ed il Risparmio, con le relative precisazioni interpretative della Banca d'Italia, fornisce "disco verde" a questo nuovo strumento. Vengono peraltro posti limiti obiettivi: ci vogliono regole e parametri che tutti devono conoscere. Molta acqua è passata sotto i ponti da quando il Governatore Ciampi caldeggiò, tre anni fa, l'introduzione del **merchant banking** in Italia. E dopo dibattiti, convegni, analisi dettagliate, si è spianata la strada facendo ricorso alla legge bancaria del '36. Un punto fermo acquisito.*

Si può dire oggi che c'è maggiore chiarezza, rispetto a qualche anno fa, intorno ad un problema che condiziona la nostra crescita economica. Altra chiarezza verrà con l'esperienza. Una buona "fetta" della quale è contenuta in questo volume.

Dr. Franco Piga

*È ormai da tempo che il dibattito concernente il c.d. **merchant banking** è venuto articolandosi, in sede scientifica e politica, in una pluralità di temi di grande momento, nel tentativo di conciliare esigenze economiche proprie di un moderno Paese ad economia capitalistica con i principi espressi da discipline giuridiche risalenti nel tempo.*

Per chi allo sviluppo ed alla garanzia del mercato mobiliare è chiamato istituzionalmente a presiedere l'adozione di nuovi modelli e schemi operativi è un fenomeno da salutare con favore, e da assistere e favorire in un necessario processo di consolidamento che solo indirettamente può giovare di soluzioni ed esperienze straniere di problematica recezione nel nostro ordinamento. Non vi è dubbio che, particolarmente in quei settori caratterizzati da processi produttivi ad elevato contenuto tecnologico, sono assai numerose le imprese meritevoli di venire "accompagnate" in un processo di espansione più armonico ed equilibrato di quanto sia sino ad ora generalmente avvenuto.

Nell'attuale scenario economico infatti il ricorso al mercato azionario da parte delle imprese e dei risparmiatori ha non solo costituito un fattore largamente positivo, ma anche introdotto un elemento discriminante rispetto a quei soggetti che per ragioni dimensionali non hanno potuto avvalersi dei benefici di una ristrutturazione finanziaria, continuando a finanziare con capitale di credito le proprie attività reali.

*Ed un contributo alla rimozione dei ben noti limiti che l'eccessivo grado di indebitamento importa in ordine alla crescita industriale ed al processo di accumulazione è attesa proprio da parte del **merchant banking**, o meglio dall'attività di quegli intermediari che, attraverso interventi partecipativi ed un'opera di consulenza ed assistenza alle singole imprese, dovrà tendere a favorire l'ingresso di queste nel mercato ufficiale di borsa.*

L'intera tematica, in forza della delibera del CICR del 6 febbraio 1987 e delle successive istruzioni applicative emanate dalla Banca d'Italia, è ormai giunta ad un grado insieme di definitiva maturazione e di nuovo fermento.

La soluzione elaborata dagli organi di governo del settore creditizio, e la stessa circostanza che si sia per questo aspetto provveduto ad una regolamentazione del fenomeno per via amministrativa (prescindendo quindi dalle svariate proposte di legge presentate in sede parlamentare) consentono una interpretazione "sistematica" della nuova disciplina e muovono lo studioso delle istituzioni ad alcune considerazioni.

*Sotto un profilo più propriamente formale la creazione di una società di intermediazione finanziaria esclude la riferibilità diretta delle funzioni di **merchant banking** agli operatori creditizi, discostandosi quindi sensibilmente da quanto configurato in troppo diversi modelli stranieri, ed è riconducibile invece alla tradizionale disciplina delle partecipazioni delle aziende di credito.*

La regolamentazione di figure soggettivamente distinte da quelle creditizie ma a queste connesse da un rapporto partecipativo è inoltre una soluzione che si iscrive nel seno dell'ordinamento sezionale del credito rispettando quel principio di separazione tra banca e industria che, anche se stabilito positivamente solo in maniera indiretta, risulta tuttavia da una corretta lettura della storia economica ed istituzionale del nostro Paese, e particolarmente di quel processo risoltosi nella formazione dell'ordinamento legislativo bancario.

Diversa è la questione se tale principio conservi intatta la sua validità, ma ciò che in questa sede preme sottolineare è come la disciplina introdotta confermi pienamente quei caratteri di "flessibilità" ed "elasticità" che caratterizzano profondamente la legge bancaria, consentendo una continua adesione del modello che la sottende alle mutevoli istanze della realtà socio-economica.

Il settore bancario, ancora oltre, è chiamato a porre a disposizione del nuovo fenomeno il proprio patrimonio di uomini ed istituzioni, al fine di applicare nel modo più credibile ed adeguato le nuove formule operative.

In questo senso, ciò che auspico sia comunque sempre tenuto presente è che lo sviluppo del mercato azionario attraverso l'incremento del listino di borsa, il rafforzamento della struttura finanziaria

delle singole imprese ed insomma un significativo processo di maturazione economica del Paese sono obiettivi al cui perseguimento le nuove società di intermediazione finanziaria potranno contribuire solo se ispirate da una autentica vocazione imprenditoriale.

Una nuova mentalità più che un semplice modello

Finalità dell'opera è di apportare un contributo costruttivo all'affermazione in Italia di un'attività di **merchant banking** dai contenuti più maturi e integrati, terreno su cui si giocherà la credibilità finanziaria futura del nostro sistema economico ed industriale. Il contributo poggia sui numerosi spunti tratti dagli autori nei rapporti pragmatici tenuti costantemente durante la loro vita professionale con quel mondo "chiuso" rappresentato dalla media imprenditoria italiana, che non potrà sottrarsi dal divenire anch'essa protagonista di un evoluto mercato dei capitali. La lente d'ingrandimento è stata messa a fuoco principalmente dal 1981, allorquando gli scriventi si sono lanciati con entusiasmo sulla via pionieristica delle acquisizioni di partecipazioni industriali, trascurando talvolta le meno impegnative partecipazioni alle tavole rotonde sul tema. Il percorso ha avuto la sua dose di "dolori", nella sofferta ricerca del consenso sul taglio ottimale da dare alla scelta dell' "impresa tipo", ma anche e soprattutto di "gioie" per il lavoro concreto portato avanti, con investimenti ormai prossimi alle L. 200 miliardi, in aziende floride da far maturare con l'obiettivo di ingresso in Borsa.

Le esperienze vissute hanno rafforzato sempre più il convincimento che debba essere battuta con vigore la strada indicata circa quattro anni fa dalla Banca d'Italia ed ora, recentissimamente, dal Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio (CICR), in direzione di una moderna mobilitazione delle risorse finanziarie verso l'impresa. L'attività di una **merchant bank**, per così dire all'italiana, dovrà avere come obiettivo prioritario quello di acquisire partecipazioni di stretta minoranza - da un minimo del 5 % ad un massimo del 25 % del pacchetto azionario - in società di media dimensione sane e vitali da accompagnare, professionalmente e con la necessaria gradualità, in Borsa. Trattasi di un programma incentrato principalmente sulla costruzione di un più rispondente mercato finanziario, tramite l'auspicabile allargamento del listino a matricole di sicura affidabilità.

È proprio in questa delicata fase embrionale di un processo così innovativo che bisognerà evitare qualsiasi tentazione verso l'assistenzialismo, puntando invece sulla creazione di un prodotto genuino da offrire un domani al risparmiatore senza paura di spiacevoli scottature.

Da questo *flash* si evince come il **merchant banking** non possa essere considerato un' istituzione ma una nuova cultura che dovrà far breccia presso il sistema creditizio, gli operatori finanziari e la media e, successivamente, piccola imprenditoria. Sulla base dei pochi esempi esistenti, le banche hanno in verità già percepito il messaggio ed è stata varata, come detto, una normativa che consentirà loro di operare direttamente. Ma la regolamentazione del fenomeno non sarà sufficiente, se non interverranno i dovuti radicali cambiamenti di mentalità in alcuni operatori del credito nell'affrontare le problematiche industriali. Il nuovo compito richiederà quindi non solo la messa a disposizione di capitali di rischio in funzione di precisi progetti, ma l'attenta ricerca di uomini "embrione" attorno ai quali coagulare energie con cui affrontare professionalmente le scelte d'investimento. Si potranno così tradurre in pratica tutte quelle idee e nozioni teoriche espresse nei convegni e nei dibattiti susseguitisi a ritmo incalzante negli ultimi tempi.

Alcune banche non si troveranno certo a loro agio essendo tuttora ancorate a concetti superati che privilegiano unicamente l'aspetto delle garanzie ed il rispetto di regole burocratiche, nonché l'osservazione a distanza della realtà impresa sulla scorta di meri esami bilancistici, fattori che non possono sostituire il necessario confronto allargato e dialettico in fabbrica con l'imprenditore. Situazioni d'imbarazzo accuseranno poi quelle banche che, abituate ad un rapporto preferenziale con i grossi gruppi industriali, hanno relegato finora ad un ruolo secondario la scoperta della dimensione sottostante.

In posizione di vantaggio si porranno evidentemente quei banchieri "illuminati" che, al di là del rincorrersi degli "slogans" sullo stato di bellezza del "piccolo" o del "grande", avranno preparato autonome strutture professionali "ad hoc" in grado di non improvvisare il dialogo con quel tessuto di medie imprese attive su cui si fonderà l'edificazione di un capitalismo azionario avanzato.

Un appello va rivolto anche agli altri operatori finanziari (fondi di investimenti, agenti di cambio, commissionarie e investitori) affinché, dopo l'indigestione di Borsa del 1986 sulla tavola della grande azienda e delle sue diramazioni talvolta "marsupiali" e a "scatole cinesi"; compiano essi stessi il salto culturale di prestare maggiore attenzione per accogliere un domani quel pianeta fatto di tante medie e medio-piccole imprese efficienti e dinamiche, arroccate regionalmente intorno ai nuclei familiari. Se si vorrà evitare il ripetersi delle recenti turbolenze verificatesi per la ristrettezza del listino ufficiale, arricchito più come numero che come sostanza, occorrerà partire subito, con persone giuste, per diffondere sul territorio nazionale un "acculturamento" teso a vincere soprattutto l'atavica diffidenza dell'imprenditore nei confronti di una presenza estranea al proprio capitale. Solo così, puntando ad iniziative robuste, potranno gettarsi le basi per costruire nel nostro Paese una realtà borsistica adeguata al peso economico in ambito internazionale e al di fuori di quegli interessi corporativi che l'hanno talvolta condizionata.

Il processo non potrà non essere che lento e faticoso in quanto dovranno superarsi, dal lato banca, barriere di mentalità e, da parte dell'impresa, ostacoli psicologici di attaccamento ai valori tradizionali della proprietà e della libertà di conduzione gestionale, solo in parte giustificati dallo scarso apporto finora fornito da molte delle attuali finanziarie di partecipazioni.

V'è da credere comunque che l'imprenditore medio, uscito da un periodo d'intenso sforzo competitivo d'innovazione tecnologica di prodotto e di processo e raggiunta una certa affermazione, voglia imboccare decisamente la strada dell'innovazione finanziaria, imitando l'esempio dei grossi complessi con un più intelligente utilizzo delle proprie fonti finanziarie. Se così non fosse, assisteremmo nei prossimi anni alla crescita d'impresе già grandi che diverrebbero sempre più grandi e monopolistiche e alla compressione di realtà medie che diverrebbero sempre più piccole e meno competitive. Ciò altererebbe profondamente l'intelaiatura della nostra struttura industriale che, per la flessibilità, è stata il vettore di resistenza di fronte a crisi passate di non trascurabile portata. Questo libro, pur trasmettendo le esperienze di cinque anni di "trincea", non potrà fornire alcun *know how* a chi vorrà improvvisare il mestiere del **merchant banker**, fatto di solida preparazione professionale e di profondi e diversificati contatti con il mondo imprenditoriale. Sarà, invece, già un grosso merito se l'elaborato riuscirà a far scattare qualche "scintilla" di riflessione su un'attività destinata ad avere un'influenza non trascurabile sul nostro sistema economico.

CAPITOLO I

Il merchant banking all'estero

Dare qualche cenno sull'esperienza internazionale è importante nell'intento di meglio inquadrare il fenomeno italiano.

Stante l'esauriente letteratura esistente, si ritiene opportuno non perdersi in un'approfondita disamina dell'argomento che, oltre che in molteplici convegni, è stato già trattato in un precedente lavoro degli scriventi.

* * *

È d'obbligo, iniziando una rapida carrellata, esordire con la GRAN BRETAGNA, dove le più famose *houses*, le odierne **merchant banks**, videro gli albori a Londra alla fine del '700 ad opera di ricchi mercanti di provenienza straniera (le mitiche famiglie dei Baring, dei Brown, dei Gibbs e dei Kleinwort, cui si aggiunsero nel secolo successivo gli Hambros, i Lazard Brothers e i Morgan Grenfell) che estesero al campo finanziario la loro attività, fino ad allora prettamente commerciale. Essi, importatori di cotone, gomma e lana, si fecero garanti con la loro firma di tratte e cambiali, facilmente scontabili, creando gradualmente le odierne *Accepting Houses*.

Nell'accezione anglosassone è più immediato individuare le zone in cui non opera una **merchant bank** (e cioè nel settore strettamente bancario, nei servizi standardizzati, nella raccolta di risparmio e di deposito su larga scala, nella concessione di crediti personali), anziché entrare negli innumerevoli dettagli della sua ampia sfera d'azione.

Una **merchant bank** inglese può definirsi in sostanza una *wholesale bank* indirizzata su un'attività molto allargata e al contempo specialistica, rivolta ad una ristretta cerchia di clienti qualificati.

Più in particolare le *Accepting Houses* si sono affinate nel finanziamento di transazioni commerciali soprattutto internazionali a breve termine (accettazioni, *hot money*, fidejussioni, ecc.) e a medio respiro (organizzazione di crediti industriali, leasing, mutui immobiliari, sostegno all'importatore restando il credito all'esportatore principalmente nell'orbita delle cosiddette *Clearing Houses*, finanziamento di progetti di sviluppo industriale e civile, in sintonia con organismi internazionali quali la Banca Mondiale e la Banca Europea per gli Investimenti).

Le *Issuing Houses*, la cui associazione include diverse *Accepting Houses* (il confine di demarcazione risulta spesso incerto), si dedicano invece per lo più ad operazioni di lunga durata (es. risanamenti industriali), nonché al collocamento e alla garanzia di nuove emissioni di titoli azionari e obbligazionari, alla consulenza e all'assistenza finanziaria in interventi di fusione e/o incorporazione, di *leveraged buy out* (acquisizione con indebitamento di aziende o rami aziendali scorporati da gruppi) e così via.

L'immagine della **merchant bank** inglese si associa comunque soprattutto a quella del puro intermediario finanziario che impegna pochi capitali di rischio: se acquisisce partecipazioni azionarie lo fa principalmente per conto di clienti ed in società mature classate in Borsa.

Un certo sostegno alla piccola e media industria britannica, talvolta sottocapitalizzata, è peraltro fornito da diverse società di *venture capital*, termine con il quale s'intende l'impiego di mezzi propri in iniziative fortemente innovative e ad alto rischio. Tali finanziarie, promosse da banche, compagnie di assicurazione, fondi pensione ed Enti pubblici e privati, investono in tali iniziative che, se superano con successo le difficili fasi dello *start-up* (partenza) e del *seeding* (maturazione), possono assicurare consistenti ritorni all'investimento nel giro di 7-8 anni, tali da più che bilanciare le perdite sugli insuccessi.

Tra gli organismi di una certa dimensione aventi per oggetto principale interventi di partecipazioni industriali, si citano l'«Industrial and Commercial Finance Corporation» (controllato dalla «Finance for Industry Limited», a sua volta posseduto dalla «London and Scottish Clearing Banks» e dalla Banca d'Inghilterra), il cui spettro d'attività è il *venture capital* e l'investimento in imprese per lo più

sottocapitalizzate; l' «Equity Capital for Industry» (formato da una pletera di società, soprattutto assicuratrici, e da fondi pensione) che, non essendo riuscito a trovare sbocchi al proprio capitale in aziende valide, si è limitato ad investimenti ad alto coefficiente di rischio; il «British Technology Group» (risalente all' «Industry Act» del 1975), proiettato sulle istituzioni pubbliche.

* * *

Negli STATI UNITI l'attività di **merchant banking** sorse con la necessità di finanziare il nascente sistema ferroviario. Le prime *investment banks* ebbero un ruolo d'intermediazione sul mercato azionario sottoscrivendo le emissioni e rivendendo a terzi i titoli. Tali organizzazioni assunsero un crescente potere sui gruppi industriali tanto da indurre il Governo ad adottare misure per tutelare gli interessi delle imprese più deboli.

La crisi del '29 colpì duramente anche le banche d'investimento e molti Istituti Creditizi che avevano ispirato e costruito tale attività finanziaria.

Il «Glass Steagall Act» del '33 sancì la distinzione rigida tra la banca commerciale, quella d'investimenti mobiliari e gli intermediari finanziari: alla prima venne inibita la possibilità di svolgere qualsiasi intermediazione in titoli e agli altri la raccolta di depositi, potendo richiedere capitali solo alle stesse banche commerciali. Seguirono altri provvedimenti restrittivi nel collocamento dei titoli intermediati.

Con la ripresa del periodo postbellico, si affermò una sempre più intensa «deregulation» ed oggi le *investment banks* (Merril Lynch, Salomon Brothers, First Boston, Prudential Bache, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Lazard Freres, Warburg, Shearson, Lehman, ecc.), sono interessate alle seguenti operazioni da cui traggono utili con commissioni d'intermediazione (*fees*):

- 1) finanza aziendale (*corporate finance*) con:
 - operazioni a breve termine (accettazioni, *commercial papers*, di cui si parlerà successivamente, ecc.);
 - operazioni a medio-lungo termine (organizzazioni di prestiti in *pool* sindacati, anch'essi oggetto di successiva trattazione);
 - crediti all'esportazione;
 - *mergers and acquisitions* (fusioni ed incorporazioni);
 - emissione di nuovi titoli (consorzi di collocamento);
- 2) intermediazione finanziaria (attività di *brokerage* e di *dealer*) con:
 - compravendite di azioni sul mercato mobiliare;
 - operazioni in titoli di Stato, certificati di deposito, prestiti interbancari e internazionali sui mercati finanziari e monetari;
 - trattazione a pronti (*spot*) e a termine (*forward*) sul mercato dei cambi;
 - trattazione a termine delle merci (*commodities futures*) e degli strumenti finanziari (*financial futures*);
- 3) gestione dei patrimoni per conto di risparmiatori privati, aziende e fondi pensione;
- 4) *Venture capital*.

Balza evidente che, per l'ambiente più sofisticato in cui si sono sviluppate, le *investment banks* non hanno mai assunto una filosofia operativa di sottoscrizione (*underwriting*) di azioni industriali da portare in Borsa, essendo le imprese già mentalmente pronte e dimensionalmente adatte ad affrontare direttamente il Mercato. Ben diverso è il discorso del *venture capital* in cui necessita il supporto finanziario per sviluppare l'idea innovativa. Tale opera è stata svolta dalle «Small Business Investment Companies», nate dal 1958 sull'onda delle agevolazioni fiscali e finanziarie riconosciute dallo «Small Business Investment Act», e di successive numerose iniziative attivate da fondi pensione, banche, grandi gruppi industriali, compagnie d'assicurazione, ricchi privati ed investitori esteri.

* * *

In FRANCIA la legislazione bancaria del '45 distingueva la banca di deposito, che riceveva denaro dal pubblico, da quella d'affari, la cui attività si esprimeva nell'acquisizione e gestione di partecipazioni industriali. Successivamente tale differenziazione è venuta meno, così che le *banques de dépôt* possono ora accettare depositi a scadenza superiore ai due anni e convertire talvolta in partecipazioni i loro crediti commerciali e le *banques d'affaires* (Indosuez e Paribas sono le più importanti) raccogliere denaro a vista. Sussiste, quindi, una mentalità da banca universale con la caratteristica distintiva pratica che le banche commerciali intrattengono rapporti principalmente con le medie e piccole imprese, privilegiando le operazioni a breve termine, mentre le banche d'affari operano sul medio-lungo periodo con imprese di grandi dimensioni, svolgendo spesso un ruolo chiave in operazioni di ristrutturazione, di fusione, di incorporazione e di credito all'esportazione. Il fenomeno del *venture capital* ha preso piede anche in Francia soprattutto da quando nel 1982 il Governo ha messo a punto una normativa che incentiva l'intervento di finanziarie nel capitale di rischio di iniziative innovative (software, robotica, biotecnologie e comunicazioni). Sono sorti così i «Fonds communs de placement à risque», gestiti dalle «Sociétés financières d'innovation» che non hanno avuto ancora una piena affermazione anche per la resistenza degli imprenditori ad aprire il loro capitale a terzi, in sintonia con la mentalità tipicamente italiana.

* * *

In GIAPPONE le finanziarie (*Securities companies*: Nikko, Nomura, Yamaichi e Daiwa) agiscono come le *investment banks* americane, offrendo una vasta gamma di servizi sui mercati mondiali a sostegno principalmente del commercio e degli investimenti nipponici all'estero.

Tali organismi sono vincolati dalla legge bancaria che sancisce la separazione di detta attività da quella tipica di credito commerciale.

Il *Venture capital* sta fiorendo anche nella terra del Sol Levante nei comparti degli apparecchi elettromedicali, delle biotecnologie e dell'ingegneria genetica, delle nuove applicazioni della ceramica e delle materie plastiche, dell'Hi-Fi.

* * *

In GERMANIA vige il sistema della Banca Universale con un insieme di servizi che vanno dall'assistenza alla ricapitalizzazione industriale (consorzi di collocamento), alle consulenze finanziarie, alle fusioni ed incorporazioni e alle gestioni di portafoglio. Le banche tedesche svolgono inoltre la funzione di accompagnamento delle medie imprese in Borsa acquisendo temporanee partecipazioni. In evoluzione appare poi l'attività dei *venture capitalists*.

CAPITOLO II

Il modello italiano

1. La posizione della Banca d'Italia e l'attuale attività di merchant banking

Sono passati già quattro anni da quando la Banca d'Italia rivolgeva i seguenti messaggi che auspicavano:

- lo sviluppo di attività del tipo di **merchant banking** per favorire il progresso dimensionale e qualitativo delle medie imprese ed il loro avvio alla quotazione di Borsa;
- il miglioramento della struttura finanziaria delle imprese attraverso il rafforzamento dei capitali di rischio;
- il superamento del vincolo allo sviluppo delle imprese vitali, soprattutto medio-piccole, costituito dalla carenza di capitali di rischio;
- lo sviluppo del mercato borsistico, con un compito affidato ai nuovi intermediari di assunzione di rischi connessi con l'affermazione di nuove iniziative industriali.

È una svolta di rilievo storico tenendo sempre presente il non cancellato ricordo della grave crisi degli anni '30, provocata dalla commistione tra credito bancario e capitali di rischio, vietata poi dai noti provvedimenti legislativi del '36.

Se per caso questi scheletri di un lontano passato fossero ancora presenti nella mente di chi è ora chiamato ad operare, è bene che vengano riposti nell'armadio, giacché la posta in palio del definitivo aggancio dell'Italia ai sistemi finanziari internazionali *leaders* è talmente alta che non può essere persa l'occasione del sorgere, di investitori professionali d'emanazione bancaria nel campo delle partecipazioni industriali.

La spontaneità di alcuni esempi di matrice creditizia (Istituti e sezioni speciali di credito industriale), le migliorate condizioni della nostra economia e la riscoperta, seppure tumultuosa e altalenante, della Borsa negli anni 1985 e 1986 da parte dei risparmiatori italiani (la cui potenzialità è consacrata ormai, con quella dei giapponesi, ai primi posti nel mondo), confortano nel proseguire speditamente e con decisione nelle fasi di messa a punto del meccanismo del **merchant banking**, in una cornice operativa chiara e non burocratica.

La recente delibera del CICR e le norme attuative BIT rappresentano un passo importante in tale direzione.

Circa l'odierna attività delle banche d'affari italiane, è lecito sostenere che il modello anglosassone di **merchant banking** (strumenti di finanza d'impresa alternativi rispetto al credito bancario, quali prestiti sindacati, accettazioni, finanziamenti all'esportazione, *leasing*, *factoring* ed altri, nonché servizi d'intermediazione monetaria in titoli e gestione dei portafogli) ha trovato una sua buona collocazione nel nostro Paese.

Mediobanca vanta una sorta di primogenitura come banca d'affari rivolta alla grande industria con attività allargata anche alle partecipazioni; il gruppo Banca Nazionale del Lavoro, con le sue vaste appendici del parabancario, e l'Istituto Mobiliare Italiano stanno affinando le loro strategie operative per rispondere alla diversificata domanda dello specifico mercato, trascinando altre istituzioni creditizie. Finanziarie snelle ed aggressive come la SIGE del gruppo IMI, l'Euromobiliare del gruppo De Benedetti e la Pasfin del gruppo Vender sono fra gli intermediari finanziari più ascoltati sull'importante piazza milanese avendo saputo occupare tempestivamente quegli spazi lasciati liberi dal sistema bancario. Seguono comunque molti altri il cui peso è in fase crescente (Citicorp Invest, ABK, Epta Consors, Eurofinanziaria, ecc.).

Più in ombra è invece il comparto delle cosiddette finanziarie con attività prevalente nel campo delle partecipazioni al rischio d'impresa, con il compito di rivitalizzare il mercato borsistico. Le motivazioni risiedono, oltreché nella segnalata lentezza d'approvazione della relativa disciplina normativa, nei consistenti capitali richiesti per la costituzione di un valido "magazzino" iniziale da

mettere poi proficuamente in rotazione, nella penuria di professionisti esperti in materia e nella già citata acerba cultura della media imprenditoria.

Tentativi in tale comparto, del tutto peculiare anche rispetto al panorama estero, sono, in ordine sparso e con diversità d'intenti, quelli di:

- Italfinanziaria Internazionale (IMI, in procinto di fondersi con la SIGE);
- Sopaf (Gruppo Vender);
- Fime (Agenzia del Mezzogiorno e banche);
- Credipar (Crediop);
- Finban (Banco di Napoli, Isveimer e IMI);
- Sofipa (Mediocredito Centrale e altre banche);
- Centrofinanziaria (IMI, Monte Paschi, Banca Toscana e privati);
- Comeba (Fidis, Credito Romagnolo, Ersel-Giubergia, Dresdner Bank e alcune Casse di Risparmio);
- Promedia (Euromobiliare, Interbanca, Paribas, Olivetti, Pirelli, SMI);
- Cfi (Ifil, Monte Paschi, Mediocredito Lombardo, C.R. Torino, Cariplo, Pirelli);
- Gafin (Gamboni);
- Filas (Finanziaria laziale);
- Finmerchant (privati);
- Incapital (Benetton);
- Epta - Invest (Banco di Sardegna e varie Casse di Risparmio).

Tra le ultime in ordine di apparizione ma con programmi ambiziosi, è la Finanziaria Italiana di Partecipazioni (Gruppo BNL).

Il *venture capital* è appannaggio per ora di Eurovenca (IMI, gruppi assicurativi e industriali), Finnova (gruppo Vender), Lombardia Fincapital (Mediocredito, SAI), Finprogetti (privati), e pochi altri. Anche in tale segmento, a giudizio soggettivo, non si è andati al di là di tentativi, che rappresentano comunque, in certi casi, delle buone premesse.

2. Cenni sul recente andamento della Borsa

Il maggior incoraggiamento a far presto nel campo del **merchant banking** indirizzato ad allargare in modo qualificato il listino di Borsa, viene tra l'altro dalla favorevole congiuntura nazionale iniziata nel 1986 e che lascia intravedere una ritrovata robustezza del tessuto produttivo. Il prodotto lordo dovrebbe attestarsi nel 1987 su una performance di crescita intorno al 3%, seconda a pochissime altre nazioni.

La manna petrolifera del 1986 ha dato per la verità una mano irripetibile che proietterà comunque i suoi benefici effetti quantomeno anche nell'anno in corso. Tale evento, unitamente alla caduta del dollaro, ha contribuito a segnare una netta inversione positiva della bilancia corrente (il disavanzo commerciale si è ridotto a 3.700 L/Mld. contro le 23.000 L/Mld. del 1985), rafforzando la lira ed allontanando il ricordo dell'inflazione a due cifre con cui ci eravamo abituati a convivere nell'ultimo decennio.

Il benessere individuale è cresciuto in termini di salari reali e di risparmio; ancor meglio sono andati i consuntivi delle aziende la cui redditività risulta triplicata dal 1983 ad oggi. I grossi gruppi industriali, grazie anche ai capitali rastrellati sul mercato borsistico, stanno intensificando la loro azione di conquista di una dimensione multinazionale invertendo la storica tendenza che vedeva l'Italia nella veste di Paese da "colonizzare".

L'apprezzamento internazionale sul nostro Paese è oggi di tre A, vale a dire che il rischio Italia si è notevolmente ridotto anche in virtù del riuscito ridimensionamento del debito verso l'estero.

Non bisogna però ora abbandonarsi a facili ottimismo per non ricadere poi in altrettanti facili pessimismi, con rapidi mutamenti di stampo emotivo. Guai in sostanza ad abbassare la guardia di fronte ai seri problemi strutturali del deficit pubblico (che per lo meno non è lievitato anche se molti ritengono solo rinviato il conto per lo slittamento di uno o due anni di spese da includere nella legge

finanziaria), della disoccupazione (interessante soprattutto i giovani) e del costo del lavoro (con una stagione di rinnovo contrattuale piuttosto calda).

Parliamo ora brevemente della Borsa, su cui sono stati versati fiumi d'inchiostro, per capire il suo comportamento nel 1986 dando peso più alla dimensione dei fenomeni che non ai dati in se:

- l'indice Comit (1972 = 100) è passato da 430 di fine 1985 a 670 del dicembre 1986 (+ 56% circa), dopo aver segnato un picco di 908 nel maggio scorso (+ 111%).
Nell'arco dei dodici mesi gli assicurativi hanno registrato un progresso del 130%, seguiti dagli industriali con il 58%, dai finanziari con il 44%, dai bancari con il 21%, dagli immobiliari con il 17%, dal settore delle comunicazioni con il 16% e dai cosiddetti "diversi" con il 10%. Sono dati che si commentano da sè per l'entità e la loro dissimile distribuzione;
- gli scambi di azioni hanno raggiunto la ragguardevole cifra di oltre 66.000 miliardi (+165% rispetto al 1985) per un quantitativo di circa 11,7 miliardi di titoli (+22%): lo sbilanciamento tra domanda e carenza d'offerta è evidente;
- le richieste di denaro in conto aumento capitale da parte delle società quotate in Borsa hanno superato L. 12.000 miliardi (di cui oltre 17.000 miliardi per sovrapprezzo) che, se integrati di L. 2.000 miliardi di obbligazioni convertibili e di L. 3.300 miliardi di collocamento di nuovi titoli, porta al rispettabile valore di L. 17.300 miliardi, pari a circa il triplo dell'importo del 1985. Tale enorme massa di capitali è stata quindi raccolta per lo più dai grossi gruppi che dominano la Borsa che con divenuti ancor più potenti ed aggressivi sui mercati nazionale ed internazionale;
- il listino ufficiale della Borsa Valori di Milano ha iscritto 38 nuove società portando a 179 le imprese quotate a 267 i titoli trattati, quantitativi ancora molto lontani da quelli delle altre principali Borse mondiali;
- la capitalizzazione di Borsa era a dicembre '86 di circa L. 176.000 miliardi (dopo la punta di 200 mila miliardi del maggio), che rappresentano il 25% circa del prodotto nazionale lordo (contro l'oltre 50% degli U.S.A. e del Regno Unito e il 70% del Giappone).
Secondo l'«Economist», comparando l'andamento delle principali Borse Mondiali nel quadriennio 1983-86, le *performances* d'incremento percentuale pongono il fenomeno italiano al primo posto della classifica (+350% circa) davanti a Francia, Giappone, Olanda, Svezia, Belgio, Germania, Svizzera, Stati Uniti, Gran Bretagna, Canada, Australia, Hong Kong, Spagna, Singapore e Sud Africa. Ciò dipende proprio dallo squilibrio d'arretratezza della nostra Borsa rispetto al livello economico del Paese;
- i nostri 140 miliardi di dollari circa di capitalizzazione ci collocano rispetto alle altre grandi Borse, al settimo posto preceduti da USA (2.477 miliardi), Giappone (2.060), Gran Bretagna (488), Germania (288), Canada (191) e Francia (171), seguiti da un mercato tradizionale come quello svizzero (136);
- i tre indicatori cardine di valutazione parametrica della Borsa Italiana rispetto agli altri Paesi indicano i seguenti risultati stimati su base 1986:

| | Borsa Italiana | Media delle principali Borse Mondiali |
|--------------------------------|----------------|---------------------------------------|
| Prezzo _____ per azione | 2,46 | 2,37 |
| Prezzo _____ (Price/earning) | 15,77 | 20,75 |
| Prezzo _____ (Price/cash flow) | 4,2 | 8,4 |
| Ut. Netto + amm. | | |

Lo scostamento più marcato del parametro P/CF rispetto al P/E è attribuibile al computo degli ammortamenti anticipati tipico della legislazione fiscale italiana.

Dai brevi e approssimativi riferimenti statistici riportati, emerge con chiarezza come il 1986 sia stato un anno *record* dopo la “scossa” del mercato azionario verificatasi nel 1985. Si è vissuto un primo semestre di sfrenata euforia, giustificata solo parzialmente dal recupero di quotazioni storicamente compresse che, da abbuffata, si è tramutata nella seconda metà dell'anno in una generale indigestione. Ciò ha provocato la fuga di numerosi investitori improvvisati (il famigerato “parco buoi”) e un rapido calo della raccolta da parte dei fondi di investimento (con aumento dei riscatti), avvicinati da molti come strumento di speculazione a breve anziché di impiego a medio termine.

Al di là delle inevitabili profonde oscillazioni che accompagnano la scoperta repentina di nuovi fenomeni e delle critiche che si debbono muovere al partito degli euforici nei momenti di massima esaltazione e delle “cassandre”, nelle fasi di ripiegamento e assestamento tecnico, l'anno appena trascorso va interpretato come l'avvio di un processo di maturazione economica e finanziaria da tempo atteso dal nostro Paese. Il **merchant banking**, versione italiana, è infatti nato proprio dalla constatazione dell'evidente inadeguatezza del nostro mercato azionario rispetto a quello delle altre Nazioni evolute con cui l'Italia si confronta. Riassuntivamente i dati che più balzano agli occhi sono:

| | n. imprese quotate fine 1986 | capitalizzazione in mld. di \$ USA |
|---------------|---------------------------------|---------------------------------------|
| Gran Bretagna | 2.300 | 488 |
| Giappone | 1.450 | 2.060 |
| USA | 1.500 | 2.477 |
| ITALIA | 179 | 140 |

Il numero di imprese quotate in Italia è inferiore anche a quello delle Borse di Hong Kong, Seul e Madrid (da 300 a 450).

Si comprende pertanto che il 1986 è stato in effetti null'altro che un piccolo passo per non perdere il treno di aggancio alle economie più progredite che, per aver significato, richiederà di:

- promuovere il risparmio azionario sviluppandone la maturità e affrontando le ricorrenti crisi senza il panico del crollo, ma correggendo gli errori compiuti.
Per suscitare in tale senso l'interesse dei risparmiatori, bisognerà passare anche attraverso la valorizzazione delle Borse locali, in stretto collegamento con la piazza principale di Milano. Godiamo dell'enorme rendita di posizione di un risparmio ai primi posti nel mondo: oltre un milione di miliardi nel 1986 (38% investito in depositi bancari e postali; 27% in titoli di stato; 11% in fondi previdenziali; 10% in azioni e partecipazioni; 6% in fondi comuni; 3% in obbligazioni e 5% in altre attività), con previsioni di ulteriori forti accumulazioni (alcuni prevedono addirittura un raddoppio nei prossimi sette anni). Circa il dibattito sulla tassazione o meno dei guadagni di capitale in Borsa, riteniamo che lo studio debba avvenire solo dopo aver regolamentato e modernizzato i meccanismi e le funzioni degli intermediari di Borsa. Un'ipotesi che potrebbe essere vagliata è quella d'aumento di bolli e commissioni in modo da premiare i “cassettisti”, semplificando le, complesse procedure che dovrebbero essere adottate per la determinazione del *capital gains* (in ogni caso al netto delle perdite);
- frenare l'“ingordigia” degli aumenti di capitale a raffica dei grandi gruppi (oltre L. 13.000 Mld. delle L. 17.300 Mld. Assorbiti dalla Borsa nel 1986 sono stati rastrellati dalla FIAT, da Ferruzzi-Montedison-Fondiaria, da De Benedetti e dall'IRI), la cui capitalizzazione, insieme alle Generali, rappresenta ben i 3/4 circa del totale di Borsa;
- studiare le emissioni di azioni di risparmio senza incorrere in eccessivi sovrapprezzi, fenomeno che ha contribuito all'ingolfamento del mercato e alla disaffezione dei risparmiatori;
- mobilitare sempre più l'opinione pubblica sulla ineluttabile esigenza di avvicinare gradualmente al listino la fascia delle medie imprese valide (in un suggestivo e ideale “sbarco dei mille”), attivando, in appoggio alle **merchant banks** e ai fondi di investimento, anche gli altri strumenti in studio: fondi d'investimento chiusi, fondi pensione e temporanee agevolazioni fiscali. Va sottolineato poi il ruolo predominante svolto dai fondi pensione e

d'investimento che, negli U.S.A., in Gran Bretagna e in Francia, arrivano a detenere dal 30% al 50% delle azioni trattate. È proprio questo *gap* che deve essere annullato per ripristinare un corretto legame tra finanza ed economia reale, la cui spina dorsale è formata dal tessuto delle imprese di media dimensione, e per costruire un'offerta borsistica più articolata e meno concentrata;

- puntare con decisione verso il cosiddetto *Big Bang*, dotando la Borsa di una struttura telematica moderna e funzionale per arrivare alla trattazione continua (dove i prezzi dei titoli vengono fissati, con il metodo dell'asta, istantaneamente, affare per affare) e al collegamento di tutte le Borse nazionali con quelle mondiali (il cosiddetto *going global* e cioè l'internazionalizzazione). E un iter complesso non solo sotto il profilo tecnico (la Borsa da luogo fisico diverrebbe una rete telematica), ma anche per gli interessi in gioco e gli equilibri che verrebbero profondamente alterati. La contrattazione unica e continua è ovviamente un punto d'arrivo, partendo dall'attuale anacronistica "asta a chiamata" cui si perverrà dopo necessarie esperienze quali quelle avviate recentemente dalla Banca Nazionale del Lavoro.

Al di là delle considerazioni sull'opportunità o meno del mercato anglosassone dei *brokers* (cui si rivolgono gli investitori) e dei *dealers* (quali ora la BNL, che hanno posizioni in titoli e stabiliscono loro i prezzi), il "fuori borsa" della B.N.L. è una mossa rilevante e rappresenta qualcosa di più di un semplice cambio di tecnologia (dal telefono alla telematica). È, infatti, il battesimo ufficiale di un mercato "grossista" peraltro già da tempo esistente. D'altra parte non si può non riconoscere di fatto una *deregulation*, da tempo in atto, che smentisce la legge del 1932 che affida le negoziazioni dei titoli quotati solo agli agenti di cambio e nel recinto delle grida. Gli stessi agenti, d'altra parte, non rispettano sempre e rigorosamente tutte le regole di neutralità occupandosi tra l'altro di gestioni patrimoniali, appannaggio di banche e finanziarie. Non dimentichiamoci che sono in discussione 1.000 miliardi di lire all'anno di commissioni ripartite attualmente tra banche (*dealer*) e agenti (*broker*). Le banche, per rinunciare alla propria fetta d'intermediazioni, vorrebbero trasformarsi da *dealer* in *broker*, non sostituendo ma affiancando gli agenti di cambio o formando con essi società miste.

La conquista del mercato "globale" internazionale e tecnologicamente adeguato è tale da non permettere le resistenze di interessi corporativi.

La contrattazione unica e continua:

- a) altererebbe così la figura dell'agente di cambio. A Londra i *brokers* sono stati sostituiti dai computers in contatto con i *market makers*, nuova categoria che abbraccia i citati *brokers* e i *Jobbers* (venditori);
- b) altererebbe la posizione delle banche, eliminando il fenomeno delle "compensazioni" interne di ordini tra clienti che non fa trasparire l'effettiva domanda-offerta del mercato su cui transitano solo una parte delle contrattazioni (quelle non "incrociate" all'interno). I terminali degli intermediari abilitati diverrebbero cioè operativi e non solo informativi e non potrebbero far prezzo;
- c) darebbe maggior peso alle altre Borse nazionali compresse dalla *leadership* incontrastata di Milano.

La "Monte Titoli" è il primo timido passo verso il futuro che, quantomeno, elimina l'assurdo trasferimento fisico dei titoli oggetto di contrattazione. È un meccanismo non ancora perfetto ma certamente migliore di quello dei "buoni cassa", pezzi di carta senza valore giuridico, rappresentanti l'impegno di una parte nei confronti dell'altra, inventati da un istinto di sopravvivenza del mercato. Il principio della Monte Titoli si basa sul ridurre le operazioni a semplici giri contabili senza frazionare i titoli mantenuti in certificati di grosso taglio. La società svolge il servizio di gestione per l'incasso dei dividendi, per la partecipazione alle assemblee, per gli aumenti di capitale per conto degli aderenti che sono gli intermediari e non i clienti che restano anonimi. Bisognerebbe in definitiva puntare e

cancellare quell'immagine di disordine che ha provocato l'allentamento degli investitori esteri dal nostro mercato nella II metà del 1986.

Sempre al fine di non perdere l'aggancio alle altre nazioni evolute, sarà necessario inoltre:

- reprimere decisamente il fenomeno dell'*insider trading*”, sulla falsariga di quello che già stanno sperimentando altre piazze estere. La gestione a proprio vantaggio dell'informazione riservata è purtroppo una pratica molto usuale anche nel nostro Paese, superando sovente le regole deontologiche professionali. Negli USA, la SEC (la CONSOB americana) vigila attentamente su detti abusi, mentre in Europa solo Gran Bretagna e Francia dispongono di norme al riguardo.

Sia ben chiaro che non crediamo che detto fenomeno possa essere del tutto soppiantato, ma riteniamo che le autorità competenti non possano ormai fare a meno di gettare un occhio più vigile dando la dovuta informazione al largo pubblico quando il gioco è palesemente truccato;

- regolamentare i compiti troppo estesi degli intermediari finanziari, sorti come funghi negli ultimi anni senza i necessari requisiti di affidabilità;
- sviluppare il mercato ristretto, di cui si parlerà più a fondo, eliminando le contrattazioni “fuori Borsa” (terzo mercato);
- sostenere l'azione dei circa 60 fondi di investimento, con le L. 65.000 miliardi di patrimonio accumulato a fine 1986, affinché siano utilizzati come veicoli di incanalamento del risparmio a medio respiro, contribuendo così a quella funzione stabilizzatrice insostituibile per una crescita qualitativa e quantitativa del mercato azionario. I fondi comuni, gestiti in modo professionale e facenti capo a istituzioni di sicura affidabilità, non vanno considerati un investimento a breve ma a medio termine e dovranno sempre più arricchirsi di nuove formule quali: l'abbinamento con una polizza vita e, soprattutto, la creazione dei fondi pensione, che non andranno più visti anacronisticamente come un *fringe benefit* ma come uno strumento di politica del personale (attraverso anche il “vesting” e, cioè, la decisione dell'attribuzione dei versamenti al dipendente dimissionario prima del raggiungimento del minimo di pensione).

In tale ambito c'è grande attesa per il placet al varo dei “fondi chiusi” che, a differenza degli “aperti”, avranno un valore delle loro quote definito dall'incontro in Borsa tra domanda e offerta in misura, quindi, anche difforme dalla consistenza delle azioni possedute in portafoglio. I gestori saranno infatti obbligati a calcolare non giornalmente ma ogni sei mesi il valore delle quote sulla base della stima dei propri titoli.

I rimborsi sono previsti dopo un termine minimo di cinque anni, il che consentirà di investire in imprese non quotate, con potenzialità di crescita, senza l'assillo di liquidare l'investimento per far fronte ai riscatti.

Il principale progetto (Berlanda) è attualmente all'esame del Senato.

3. I disegni di legge sul merchant banking e il recente provvedimento in materia del Comitato per il Credito e il Risparmio con le relative norme attuative della Banca d'Italia

Il disegno di legge Fiocchi-D'Onofrio del 30/5/1985 n. 1372 prevede:

Art. 1

Autorizzazione della Banca d'Italia alle banche e istituti di credito per costituire società finanziarie di partecipazione insieme a imprese, associazioni imprenditoriali, società d'intermediazione finanziaria, ecc. a condizione che:

- a) l'attività riguardi la sottoscrizione, il collocamento e l'intermediazione di titoli azionari e/o obbligazionari in società non quotate;
- b) la percentuale massima di partecipazione sia:
 - del 51% per singola banca;
 - del 60% per le banche nel loro complesso;

- c) le banche partecipanti non concedano affidamenti alla società partecipata superiori al 50% del capitale investito dalle medesime;
- d) la società finanziaria di partecipazione abbia un rapporto mezzi propri/indebitamento fissato dalla Banca d'Italia;
- e) le partecipazioni siano detenute dalla società finanziaria per non più di cinque anni salvo deroga autorizzata dalla Banca d'Italia;
- f) il capitale investito da ogni singola banca non superi il 1/10 del patrimonio della stessa.

Art. 2

Esenzione al 50% delle plusvalenze realizzate dalle finanziarie di partecipazione solo se l'acquisizione è avvenuta per aumento di capitale ed in misura non inferiore alla diffusione dei titoli fra il pubblico stabilita dalla Consob.

La società dovrà essere non quotata, aver sede in Italia e svolgere attività di produzione di beni e servizi, o di progettazione o di ricerca.

* * *

L'emendamento del 20/2/86 al D.D.L. 1372 (Proposta Fracanzani che modifica in parte il testo del Disegno di Legge 22/3/85 presentato dal medesimo) contempla la sostituzione del precedente articolo 1 con gli articoli 1-4 che di seguito si riportano:

Art. 1

- a) Iscrizione all'Albo Banca d'Italia delle società con capitale versato e riserve superiori a L. 20 Mld., aventi per oggetto la sottoscrizione o l'acquisto di partecipazioni non di controllo con lo scopo di cederle successivamente a terzi.

Altre attività:

- sottoscrizione, acquisto e vendita di titoli;
- collocamento di titoli;
- consulenza finanziaria e organizzazione di finanziamenti a favore di imprese;
- b) è inibita la raccolta di risparmio tra il pubblico, fatta salva l'emissione di obbligazioni per somma non eccedente il doppio del capitale versato.

Art. 2

- a) Requisiti di professionalità ed onorabilità degli Amministratori delle società finanziarie di partecipazione;
- b) il Comitato Interministeriale per il Credito ed il Risparmio determina il rapporto tra il Patrimonio Netto delle società e le partecipazioni, nonché il limite massimo di indebitamento verso le aziende e gli istituti di credito;
- c) accoglimento della domanda d'iscrizione all'Albo della Banca d'Italia, se entro 30 giorni quest'ultima non comunichi il rigetto.

Art. 3

Comunicazione e notizie della finanziaria di partecipazione alla Banca d'Italia che potrà svolgere ispezioni.

Art. 4

Sanzioni da L. 10 milioni a L. 100 milioni, salvo reato.

Sul disegno di legge dinanzi prospettato e relativo emendamento, si possono fare le seguenti riflessioni:

- 1) appare opportuno delimitare, con una regolamentazione "ad hoc", i confini in cui deve muoversi l'attività di **merchant banking**, anche se nel progetto non viene sufficientemente

- sottolineata la filosofia di fondo che dovrebbe ispirarsi alla creazione di “filtri” istituzionali tra la media impresa sana e vitale e il mercato dei risparmiatori;
- 2) circa la possibilità prevista di emissione di obbligazioni per somma non eccedente il doppio del capitale versato, va osservato che l'attività di una società finanziaria di partecipazioni dovrebbe rifuggire dall'indebitamento in quanto un'oculata gestione consiglierebbe il ricorso esclusivo ai mezzi propri. Questi, oltretutto, specie nella prima fase di avviamento, dovrebbero essere investiti in partecipazioni per non più di un 70% mantenendo il restante 30% liquido, in attesa dei primi dividendi e degli smobilizzi.
Si potrà semmai concepire l'emissione di obbligazioni convertibili in capitale di primarie società partecipate dalla “merchant bank”;
 - 3) andrebbe meglio chiarito il divieto di “esercitare abitualmente” l'attività di **merchant banking** alle società non iscritte all'Albo affinché non si verificino possibili “deviazioni”. Potrebbero infatti essere date interpretazioni soggettive alla frequenza con la quale una società finanziaria investe;
 - 4) per quanto riguarda i benefici fiscali limitati alle sole partecipazioni non inferiori al “flottante” di Borsa e alle immissioni di denaro in conto aumento capitale, l'articolo finirebbe per frenare visibilmente l'attività di **merchant banking** rivolta a quelle imprese efficienti e dinamiche di medie dimensioni chiamate, come detto, a rappresentare la seconda ossatura portante della Borsa. L'ostacolo principale per rilevare il 25% (attuale flottante) del pacchetto azionario di simili imprese risiede appunto nell'elevata entità degli investimenti unitari (la validità dell'iniziativa, appetita un domani dal risparmiatore, postula una stima aziendale complessiva entro una forbice che va, in via di prima approssimazione, da una trentina di miliardi ad una novantina di miliardi), con la conseguente alea di un'eccessiva concentrazione di rischio per la **merchant bank**. Non sembra poi scontata la possibilità di attuare il correttivo dell'intervento in **pool** (più operatori), poiché trattative così delicate potrebbero essere rese più complesse dalla presenza di diversi interlocutori.
Una formula largamente utilizzata per vincere la nota “chiusura” dell'imprenditore medio e per attenuare le consuete difformità di valutazione, è quella di contenere l'ingresso della **merchant** a una percentuale più ridotta, impegnando peraltro la controparte, con precisi patti parasociali, ad integrare la quota mancante di flottante all'atto del classamento del titolo. Il socio di maggioranza avrà così anche la soddisfazione di partecipare all'operazione di Borsa senza essere costretto a cedere ulteriori quote.
In quel momento infine non sarà consigliabile assistere ad un'uscita completa del *partner* finanziario che potrà infondere, attraverso un appropriato indirizzo professionale del titolo, maggior sicurezza all'impresa nel sostenere successivamente da sola l'esame del mercato. Infine, anche se non privilegiate nelle scelte strategiche della **merchant bank**, esistono casi di imprese valide che potrebbero essere invogliate ad avvicinarsi al mercato finanziario attraverso il rilievo “diretto” delle azioni, per esempio da una socio di minoranza “scomodo” o non interessato alla gestione dell'azienda.

* * *

Un'altra proposta di legge è stata presentata nell'aprile 1984 alla Camera da alcuni deputati democristiani (tra i primi firmatari Cirino Pomicino e Citaristi), al fine di contemplare agevolazioni fiscali a favore di società che svolgano attività di **merchant banking** e di *venture capital* iscritte in apposito Albo tenuto dalla Banca d'Italia:

Art. 1

Le agevolazioni previste, miranti a favorire il progresso dimensionale e qualitativo delle piccole e medie imprese, operano fino al 31 dicembre 1990. Nella determinazione del reddito imponibile delle società iscritte all'Albo non si tiene conto delle quote di utile accantonate in un apposito fondo

se, nell'esercizio, sono stati effettuati investimenti in azioni, quote o obbligazioni per un ammontare almeno pari a quattro volte l'importo del fondo stesso.

Destinatario dell'investimento dovranno essere società che abbiano conseguito utili negli ultimi due esercizi, ovvero piccole e medie imprese costituite da non più di cinque anni e operanti in settori ad alta tecnologia individuate secondo criteri fissati dal Comitato per il Credito e il Risparmio.

L'accantonamento concorre invece a formare il reddito imponibile quando risultino ceduti i 2/3 delle azioni, quote o obbligazioni acquisite, e comunque quando sia decorso il terzo periodo di imposta successivo a quello dell'acquisizione.

Art. 2

I soggetti che abbiano sottoscritto azioni emesse dalle società di **merchant banking** e di venture capital disciplinate dal provvedimento possono dedurre dall'imponibile, per tre periodi di imposta, il 10% annuo del prezzo di sottoscrizione. La deduzione complessiva non può superare, in complesso, le L. 10 milioni per le persone fisiche e le L. 50 milioni per i soggetti Irpeg. Deve anche essere dimostrato il possesso ininterrotto delle azioni.

Art. 3

Riguarda i soggetti che acquistino, dalle società iscritte all'apposito Albo, azioni o quote delle imprese partecipate. Per il periodo di imposta in cui la spesa è stata sostenuta, e per i due successivi, la deduzione ammessa è pari al 10% del prezzo se si tratta di azioni di società della prima categoria (utili negli ultimi due esercizi) e del 20% per le imprese di nuova costituzione: la differenza tiene conto della maggior rischiosità del secondo investimento. Se le azioni e le quote vengono cedute entro cinque anni dall'acquisto, il reddito imponibile del soggetto cedente è aumentato dello stesso importo complessivamente dedotto negli anni precedenti, in relazione all'acquisto di quei titoli. L'ultimo articolo, infine, istituisce l'Albo presso la Banca d'Italia, le cui modalità di tenuta sono stabilite con decreto dal Ministro del Tesoro.

* * *

Il Senatore Berlanda ha infine proposto il rinnovo e la modifica della legge 4 maggio 1983, n. 169 scaduta il 31/12/1986, in base alla quale:

«I proventi conseguiti dalle società, con esclusione delle società semplici ..., a seguito di cessioni, effettuate mediante offerta al pubblico, di azioni emesse da società che richiedano la quotazione in Borsa o l'ammissione alle negoziazioni nel mercato ristretto entro sei mesi dalla data di chiusura dell'offerta pubblica di acquisto (OPA), non concorrono a formare il reddito imponibile ai fini delle imposte sul reddito per l'eccedenza rispetto al costo iscritto in bilancio a condizione che tale eccedenza sia accantonata ovvero ne sia stato deliberato l'accantonamento in sede di approvazione del bilancio relativo al periodo di imposta nel quale è avvenuta la cessione. L'accantonamento deve essere effettuato in un apposito fondo denominato con riferimento alla presente legge e l'eccedenza conseguita deve essere destinata esclusivamente ad investimenti, da effettuare entro il terzo periodo di imposta successivo a quello del realizzo, in beni strumentali ammortizzabili...».

Il disegno di legge in discussione tiene conto che sia le **merchant banks** sia le società di controllo dei gruppi industriali sono finanziarie che non investono normalmente i proventi realizzati in macchinari e attrezzature e pertanto prevede che anch'esse debbano essere incentivate a portare in Borsa le loro partecipate, estendendo la sospensione d'imposta anche agli utili investiti nelle controllate e consociate, anche di nuova costituzione ed a patto che esse provvedano sempre ad effettuare l'investimento in beni strumentali ammortizzabili entro i prescritti termini.

Dalla sia pur macchinosa formulazione delle proposte (arenatesi peraltro in questi giorni), si incomincia a percepire un'attenzione politica alla tematica di invogliare i nuovi intermediari finanziari verso questo difficile segmento d'attività.

Recentemente infatti è stato presentato dall'On. Visentini un disegno di legge che potrebbe essere alternativo a quello sopraccitato del senatore Berlanda, in base al quale è concesso alle società di

rivalutare le proprie partecipazioni e/o beni strumentali “fino al valore realizzabile sul mercato” con il pagamento di un'imposta pari al 25% di quella che sarebbe normalmente dovuta:

«il maggior valore attribuito ai beni in sede di rivalutazione si considera riconosciuto ai fini delle imposte sui redditi. Tuttavia nel caso di cessione di beni rivalutati in data anteriore a quella di inizio del terzo esercizio successivo a quello in corso all'entrata in vigore della presente legge la plusvalenza o minusvalenza è calcolata, ai fini della determinazione del reddito imponibile, senza tenere conto della parte della rivalutazione che a norma del comma 1 non ha concorso a formare il reddito imponibile dell'esercizio in corso all'entrata in vigore della presente legge nè della corrispondente parte delle quote di ammortamento. La disposizione del secondo periodo del comma precedente non si applica per le cessioni di azioni rivalutate effettuate mediante offerta pubblica di vendita ai fini dell'ammissione alla quotazione in Borsa o alla negoziazione al mercato ristretto, a condizione che la domanda di ammissione sia presentata prima della chiusura dell'esercizio e non sia revocata o respinta».

Se tale disegno dovesse essere approvato, non c'è dubbio che si renderebbero mobili molti pacchetti azionari congelati a prezzi storici nelle finanziarie d'appartenenza, fornendo l'occasione di progetti e riassetto nonché si avrebbe una sensibile spinta per l'allargamento del listino di Borsa.

* * *

È con grande soddisfazione che i ripetuti messaggi di procedere con coraggio nella direzione del **merchant banking** necessario al tessuto economico del nostro Paese, sono stati recentemente accolti con l'anzidetto importante provvedimento del Comitato di Credito e Risparmio che ha sbloccato l'“impasse” legislativa. Il disposto amministrativo diviene operativo con le disposizioni attuative della delibera emanata dalla Banca d'Italia.

La completa regolamentazione, anche per finanziarie non bancarie, verrà poi affidata alle descritte leggi i cui disegni sono in discussione.

Questo il testo del provvedimento:

«la Banca d'Italia potrà autorizzare le Aziende di Credito e gli Istituti centrali di categoria a sottoscrivere il capitale di società di intermediazione finanziaria il cui ambito operativo si caratterizzi per un'attività di:

- consulenza e assistenza rivolte all'area delle problematiche economico-finanziarie d'impresa con particolare riguardo agli aspetti di copertura delle spese per investimenti e di sviluppo dell'attività aziendale anche attraverso integrazioni con altre unità produttive;
- organizzazione delle operazioni per il reperimento di fondi a titolo sia di capitale di rischio sia di capitale di credito;
- assunzione, anche mediante l'adesione a sindacati di collocamento e/o garanzia, di obbligazioni e azioni (e titoli similari) di imprese; il rilievo di tali titoli dovrà avere carattere temporaneo in quanto finalizzato al loro classamento anche mediante l'ingresso delle imprese emittenti nei mercati ufficiali dei capitali.

L'assunzione delle partecipazioni nelle società di cui sopra potrà essere consentita nel rispetto delle seguenti direttive:

Capitale a base sociale

La Banca d'Italia stabilirà la misura minima del capitale sociale avuta presente l'esigenza di assicurare agli organismi in discorso effettive capacità operative.

Partecipazioni di maggioranza assoluta in tali società potranno essere assunte dalle istituzioni creditizie che si contraddistinguono per dimensioni e struttura tecnico-organizzativa.

Al fine di favorire un ampio apporto di mezzi e di esperienze è opportuno che gli enti creditizi promuovano iniziative congiunte per la costituzione delle società della specie, avendo cura di garantire in ogni caso assetti organizzativi interni atti a consentire una gestione snella ed efficace.

Linee operative

L'attività delle società d'intermediazione finanziaria nell'acquisizione di azioni e di obbligazioni (e titoli simili) dovrà realizzarsi sulla base di valutazioni di redditività e di frazionamento del rischio di portafoglio complessivo, con il divieto per le società stesse di assumere la gestione delle imprese al cui capitale partecipano.

Gli interventi delle società dovranno essere rivolti alle imprese purché abbiano valide prospettive economiche con esclusione tassativa di operazioni che, per le loro caratteristiche, abbiano natura di salvataggio ovvero siano finalizzate alla tutela di ragioni di credito delle banche. Le acquisizioni di azioni, ovvero la partecipazione in qualsiasi forma al capitale di rischio delle imprese, non dovranno superare l'ammontare del patrimonio (capitale e riserve) delle società di intermediazione finanziaria; sono consentite ulteriori sottoscrizioni della specie a fronte di prestiti obbligazionari convertibili emessi dalle società medesime.

La partecipazione al capitale di ogni singola impresa dovrà essere di minoranza e non potrà superare la percentuale del patrimonio (capitale e riserve) della società di intermediazione, che verrà fissata dalla Banca d'Italia.

Alle società in discorso sono preclusi i finanziamenti diretti di imprese e la gestione di patrimoni per conto terzi, settore quest'ultimo in cui esse potranno operare con prestazioni di sola consulenza e mediazione.

Le società di intermediazione finanziaria potranno indebitarsi nella misura massima di due volte il capitale con esclusione del ricorso ai tipici strumenti di raccolta delle aziende di credito (depositi a risparmio, conti correnti e certificati di deposito).

La Banca d'Italia emanerà le conseguenti istruzioni applicative provvedendo a verificare, in sede autorizzativa, che la formulazione degli statuti delle costituenti società sia coerente con le direttive impartite. Essa inoltre potrà richiedere l'osservanza di particolari condizioni per evitare commistioni tra la gestione della banca e quella delle imprese al cui capitale le società partecipano.

Il Comitato, avuto presente il disposto dell'art. 14 della legge del 10 febbraio 1981, n. 23 nonché il contenuto del decreto di attuazione emanato dal Ministero del Tesoro in data 22 novembre 1982, rivolge una specifica raccomandazione agli istituti di credito speciale operanti nel comparto mobiliare affinché, nell'espletamento dell'attività oggetto della presente delibera, si attengano ai principi in essa contenuti nonché alle istruzioni applicative che verranno emanate dalla Banca d'Italia.

La Banca d'Italia riferirà annualmente, nell'ambito dell'informativa prevista dalla direttiva del 28 gennaio 1981 richiamata in premessa, sull'applicazione della presente delibera».

La più grossa novità è ovviamente rappresentata dalla estensione alle banche ordinarie di diritti che oggi sono riconosciuti solo agli istituti di credito speciale e nel riconoscimento ufficiale dell'investimento in “aziende sane e vitali”, pionieristica definizione degli scriventi nel lontano 1981 per evitare le allora consuete e pericolose tentazioni di salvataggio. Restano sul tappeto non pochi problemi quali i “fondi chiusi”, gli incentivi al *venture capital* e la regolamentazione delle **merchant banks** d'estrazione non bancaria, ma non c'è dubbio che la nascita ufficiale delle Società di Intermediazione Finanziaria (SIF) è una tappa storica, punto di partenza per un più moderno rapporto tra banca e impresa.

La recentissima circolare della Banca d'Italia, che rimarca il divieto alle operazioni di salvataggio di imprese in difficoltà nonché la temporaneità per il carattere minoritario dell'intervento, detta il definitivo codice di comportamento delle **merchant banks** italiane (SIF) di estrazione bancaria.

- capitale sociale non inferiore a Lit. 50 miliardi posseduto in maggioranza assoluta solo da aziende di credito di particolare rilevanza;
- l'investimento complessivo di partecipazioni non potrà superare l'ammontare del capitale netto della banca d'affari. Ulteriori sottoscrizioni potranno essere effettuate per un ammontare non superiore a quello dei prestiti obbligazionari convertibili emessi dalla SIF;
- le SIF non potranno indebitarsi in misura superiore a due volte il capitale sociale, ivi compresi i prestiti obbligazionari convertibili. E precluso il ricorso ai tipici strumenti di raccolta delle banche di deposito;
- ciascun investimento non potrà superare il 20% del Patrimonio Netto della SIF;

- le SIF non potranno inoltre gestire patrimoni per conto terzi ma effettuare al riguardo solo servizi di consulenza e mediazione;
- non potranno neppure effettuare, in qualunque forma, finanziamenti diretti ad imprese: in tale ambito la loro attività dovrà essere limitata alla sola organizzazione.

4. Il merchant banker

Forti del successo dello *slogan* che dovrebbe caratterizzare l'attività di una **merchant bank**: *acquisizione di partecipazioni di stretta minoranza in aziende di media dimensione sane e vitali da accompagnare, professionalmente e con la necessaria gradualità, in Borsa*, vediamo come attuare tale obiettivo. Le tappe da affrontare sono:

- 1) convincere il cliente a cedere il pacchetto azionario o a permettere la sottoscrizione di prestiti obbligazionari convertibili (sempre fino ad un massimo del 25% del capitale);
- 2) offrire servizi sofisticati in tempo reale volti a far maturare l'impresa, aiutandola a crescere in modo ben bilanciato e preparandola opportunamente per il classamento;
- 3) pilotare il titolo nella delicata fase successiva all'ingresso in Borsa.

Sono compiti apparentemente semplici in teoria ma piuttosto impegnativi nell'attuazione concreta, richiedendo in particolare risorse umane da selezionare con cura.

La struttura operativa assomiglierà per snellezza ad uno studio professionale e si ispirerà alla fungibilità di un lavoro interdisciplinare che privilegi il *management by project* (ossia la concentrazione massima di tutte le forze sugli obiettivi prevalenti) e lo stretto rapporto con il gruppo d'appartenenza, le società satelliti e consulenti esterni particolarmente qualificati.

Il principale ingrediente di successo di una banca d'affari risiede nella qualità degli uomini chiamati a svolgere un mestiere innovativo e impegnativo. Pertanto non saranno certo le idee raccolte da libri o manuali in materia a dare concretezza a progetti specifici formulati senza l'irrinunciabile presenza di un appropriato patrimonio umano.

Si è detto infatti che uno dei fattori frenanti l'avvio del **merchant banking** in Italia è stato proprio la mancanza di elementi adatti i cui requisiti caratteriali, propri del "mercante di ventura" anglosassone di vecchia memoria, sono:

- integrità morale;
- riservatezza;
- doti umane e commerciali;
- creatività e flessibilità;
- tenacia e motivazione;
- capacità di critica;
- capacità di decidere con spirito di rischio calcolato;
- scarse attitudini burocratiche.

Oltre agli anzidetti connotati caratteriali, la figura del **merchant banker**, dovrà esprimere un'esperienza multiforme nel campo della valutazione aziendale, intesa come analisi complessiva dei punti di forza e di debolezza, della redditività e dei programmi e, conseguentemente, non limitata ai semplici aspetti patrimoniali. Saranno preferiti coloro che avranno, in una visione pittoresca, "consumato le soles delle scarpe" camminando per anni negli stabilimenti industriali e contattato dialetticamente gli imprenditori.

Non rientrano in tale categoria sicuramente né i "bancari del breve termine", non abituati a sofisticate analisi finanziarie, né i "medi managers d'industria", aventi un angolo d'osservazione a volte troppo ristretto a singoli settori d'attività.

Il **merchant banker** non è comunque un "extraterrestre" ma una persona assolutamente normale purché ben predisposta sul piano della volontà, forgiato da giovanissimo in una valida scuola professionale (analisi finanziaria con l'ottica di medio termine) e con un'ampia apertura mentale. L'esperienza se la farà sul campo, affiancandosi ai più esperti che contribuiranno alla crescita del suo "fiuto negli affari".

5. Il profilo dell'impresa ideale

Giova ora analizzare il significato da attribuire agli aggettivi sana e vitale con cui si contraddistingue la media impresa di interesse di una banca d'affari.

E sotto gli occhi di tutti il merito che i grossi gruppi industriali e assicurativi hanno avuto, assieme ai fondi comuni, nel risvegliare il mercato borsistico dopo anni di letargo. Ma è apparso altrettanto evidente come il rastrellamento di capitale abbia assunto punte di esagerazione “concentrata”, tanto da ingolfare a metà 1986 le contrattazioni e spingere in tendenziale discesa le quotazioni. Non v'è dubbio che la grande azienda potrà continuare ad attingere al risparmio italiano, sempreché tale comportamento sia compatibile con un equilibrato sviluppo di tutte le aziende che rappresentano degnamente il nostro tessuto economico nazionale.

Piazza degli Affari e le altre borse riusciranno a trovare una loro vera identità, fatta di progressi cadenzati e senza “strappi” di crescita, solo aprendosi responsabilmente anche alle sane iniziative di dimensione sottostante alla grande.

Il profilo dell'impresa ideale è così riassumibile:

- imprenditorialità nella conduzione con spinta a privilegiare il *management*, che assicuri la dovuta continuità aziendale: una **merchant bank** non deve minimamente sostituirsi all'imprenditore su cui ha puntato ma affiancarlo in maniera discreta e professionale nei campi finanziari di propria competenza;
- esistenza di prodotti, strategie e idee innovative che garantiscano tassi di sviluppo significativi; di norma l'attenzione è rivolta a posizioni di *leadership* o preminenza nel comparto d'attività, cioè imprese con una certa immagine. Circa i settori è opinione personale che, accanto ai comparti a forte innovazione tecnologica tanto di attualità, non vanno dimenticati quelli tradizionali ove si esprime per eccellenza il *made in Italy*, come il tessile, l'abbigliamento, la ceramica e altri. Andranno naturalmente favoriti i fenomeni della fascia qualitativa alta, sospinti da un rinnovamento delle tecnologie di processo, e quelle industrie che, con “il fascino discreto della maturità”, sapranno strappare nicchie di mercato ai concorrenti marginali;
- dimensione media: in senso filosofico si può definire quella barriera psicologica e culturale che impedisce all'imprenditore di offrire il proprio capitale a *partners* finanziari di livello e di imitare così l'esempio dei grossi gruppi; in pratica iniziative con un giro d'affari minimo dell'ordine di una cinquantina di miliardi, con qualche piccola eccezione verso il basso se si tratta di aziende di servizi qualificati con margini economici piuttosto rotondi (*software*, pubblicità, ecc.);
- buona redditività attuale e prospettica con una struttura patrimoniale-finanziaria equilibrata, tale da garantire un adeguato ritorno all'investimento della **merchant bank** (dividendi + *capital gain*), condizioni indispensabili per il successo dell'operazione in Borsa. Un' iniezione di denaro fresco da parte della banca d'affari, sarà in molti casi la giusta “vitamina” di rafforzamento dell'assetto finanziario per preparare il terreno di Borsa;
- interessanti programmi di sviluppo, compatibili con il mercato e le risorse finanziarie;
- regolarità della gestione con assenza di processi di crisi passati o in corso.

La bontà dell'impresa ideale si prospetta quindi inconciliabile con il termine “sottocapitalizzazione” usato talvolta per giustificare la necessità di un decollo del **merchant banking**. Se un corpo è robusto anche le articolazioni patrimoniali-finanziarie-reddituali ne fotografano compiutamente lo stato di salute.

Da tale disamina rimangono pertanto fuori non poche realtà industriali da ricapitalizzare in funzione di precisi piani di rilancio, che il mercato finanziario non accetterebbe se non dopo aver fatto quel primo salto di qualità verso l'accoglimento di matricole efficienti e dinamiche. Il lavoro di più lunga preparazione alla Borsa di simili iniziative potrà essere svolto da finanziarie regionali promosse da imprenditori dinamici, da banche locali agguerrite e dai futuri “fondi chiusi”, che matureranno così esperienze preziose. Egualmente “fuori tiro” per una **merchant bank** saranno le iniziative di *venture capital* perché troppo rischiose e caratterizzate da un lungo ritorno del capitale investito (ci

si allontanerebbe cioè con esse dall'obiettivo di Borsa che, si rammenta, deve essere prioritario). In tale campo potranno invece essere molto attive le finanziarie d'investimento promosse da imprenditori per diversificare la propria attività.

6. Il profilo della merchant bank

Gli azionisti di maggioranza della finanziaria di partecipazioni dovrebbero essere finanziari di prestigio e tradizione, investitori istituzionali (fondi d'investimento, banche italiane ed estere, società di assicurazioni), affiancati da qualificati imprenditori in posizione di minoranza. Tale assetto è consigliabile per assicurare all'iniziativa, da un lato, l'immagine e la cosiddetta "neutralità attiva azionaria" e, dall'altro, la necessaria impostazione manageriale delle scelte. Il capitale dovrebbe essere inizialmente robusto (almeno 100 miliardi di lire), per poter puntare ad imprese medie di sicuro affidamento (cosiddette a denominazione d'origine controllata) che sono le più facilmente smobilizzabili.

L'investimento, indirizzato su dimensioni industriali medie, garantirà dal rischio di pagare prezzi troppo elevati a imprese maggiori a forte potere contrattuale, in quanto già attrezzate per percorrere da sole la strada che porta alla Borsa, o di ritardare oltre misura il ritorno dell'investimento nell'ipotesi di piccole aziende, tutte da "preparare" finanziariamente e organizzativamente per raggiungere la soglia dell'ingresso nel mercato dei risparmiatori.

La presenza degli imprenditori dovrà essere il più possibile polverizzata e diversificata settorialmente e regionalmente per evitare ingerenze nella gestione, che rimane prerogativa esclusiva dei *managers* espressi dal socio di maggioranza: riunire intorno ad un tavolo banchieri e industriali d'estrazione diversa finirebbe per tradursi in una paralisi decisionale, incompatibile con l'esigenza di operatività tipica di una banca d'affari. Il mondo imprenditoriale interessa non solo per la necessaria verifica delle linee strategiche generali della **merchant bank** ma anche per stabilire un costante collegamento d'affari tra soggetti e oggetti dell'attività attivando incontri periodici (una sorta di club) in cui misurarsi sul terreno dell'operatività.

Investitori esteri (banche e **merchant banks**) rappresentano dal canto loro il giusto corollario di scambio di esperienze sul versante della finanza più sofisticata nei mercati internazionali.

La **merchant bank** potrà inoltre dare per prima l'esempio dell'opportunità di aprire il capitale a terzi, quale *step* propedeutico ad un suo collocamento in Borsa, una volta ovviamente entrata a pieno regime con un buon portafoglio di partecipazioni (una specie di quotazione "indiretta" delle società partecipate).

7. I vantaggi per l'impresa da partecipare

La prima domanda dei nostri interlocutori è sempre questa: *cosa dovrebbe invogliare un imprenditore affermato ad accogliere un socio di minoranza?* Le risposte più ricorrenti infatti alle proposte di partecipazione sono: «interessante ma non ne ho bisogno...; siamo andati avanti sempre bene da soli...; eravamo proprio sul punto di aprirci ma non ce la siamo sentiti di prendere una decisione così sofferta e impegnativa...; per noi è più di un matrimonio per cui ci vogliamo pensare bene...»; e così via. Una indagine esperita dall'Università Bocconi di Milano conferma la forte resistenza del medio imprenditore ad assimilare il discorso.

Giustificazioni filosofiche possono rintracciarsi nel tradizionale spirito di attaccamento, quasi morboso, del popolo italiano alla proprietà (terra e mattone in prima fila), ma sovente l'atteggiamento nasce anche dalla delusione provata dall'imprenditoria nel rapporto con il mondo finanziario, tuttora caratterizzato da scarsa efficienza di prodotti e servizi. A quest'ultimo riguardo, si sottolinea che molte delle finanziarie di partecipazioni che in passato hanno operato si sono preoccupate più di problemi formali che non della sostanza delle cose, costruendo artificiosi rapporti di obblighi e adempimenti burocratici che nulla hanno a che vedere con la professionalità. Tale reciproca chiusura non è però al passo con i tempi che impongono al mondo finanziario e a quello imprenditoriale di "cambiare pelle" per sopravvivere. Se da un lato è richiesta una

coraggiosa sparizione di vecchie mentalità, dall'altro l'imprenditoria dinamica non potrà sottrarsi alla funzione di intessere un colloquio trasparente.

Certamente tutto ciò avverrà stabilendo precise regole del gioco e leggi adeguate, ma nulla e nessuno potrà impedire che la maggiore unione tra finanza e impresa si realizzi.

L'investire nella propria matricola anziché in quelle altrui (pratica sportiva, quest'ultima, molto seguita nel 1986 anche da tutti questi capitani d'azienda "mancanti all'appello" della banca d'affari), ha però senso solo se il balzo culturale lo si vive con **merchant banks** promosse da istituzioni serie e innovative che, con una presenza discreta di minoranza e non operando con logiche privatistiche d'accaparramento dei *know how* tecnologici e commerciali, potranno costituire l'elemento di sostegno delle idee vincenti delle migliori imprese o il fattore legante di compagini societarie frazionate. La qualità della finanziaria di partecipazioni diverrà così l'arma vincente.

Il contatto diretto della sana finanza con la sana imprenditoria, nel rispetto dei reciproci ruoli, è l'unica ricetta per quella crescita reale di cui il nostro Paese ha bisogno per divenire moderno. La chiusura mentale e gli interessi corporativi sono il vero problema economico nazionale, simbolo di un passato che non pagherà nel medio periodo. Per i dubbiosi ecco una elencazione dei vantaggi per l'impresa da partecipare:

- reperimento di denaro fresco per finanziare i piani di sviluppo. Nel caso di intervento con acquisto diretto d'azioni, per società già molto liquide o con problemi di risistemazione della compagine azionaria (liquidazione di soci disimpegnati, problemi di successione), l'intervento potrà servire agli esponenti per diversificare i propri investimenti (e quindi ridurre i rischi), mantenendo il controllo aziendale senza appesantimenti e condizionamenti nella gestione;
- miglioramento dell'immagine nei confronti del mercato e delle banche, con l'ingresso di un partner finanziario che assicuri la validità dell'impresa e dei suoi programmi. La **merchant bank**, operando infatti unicamente con aziende valide e in crescita, diverrà sempre più un "certificato di garanzia globale";
- apertura di nuovi orizzonti per le iniziative a conduzione familiare, con possibilità di contatti con imprenditori dello stesso o di altri settori per vagliare sinergie o nuove opportunità di investimento;
- netta distinzione tra interessi personali e societari a vantaggio dell'impresa e del suo *management*;
- possibilità di fruire di servizi e consulenze non solo finanziari (mutui agevolati soprattutto per l'innovazione tecnologica, gestioni patrimoniali, *capital market*) ma anche direzionali (scelte strategiche d'investimento, organizzazione, reperimento di personale qualificato), offerte dalla **merchant bank** nella veste di *main contractor*, subappaltante a terzi specialisti del gruppo d'appartenenza o anche esterni qualificati, parte dei servizi in un'ottica di *boutique* bancaria e parabancaria personalizzata;
- maggiore competitività dell'azienda che, in presenza di un azionista di prestigio, sarà in grado di dialogare con più forza con i principali operatori del suo settore e di offrire migliori garanzie ai propri clienti.

Per i soci poi si avrebbe la possibilità di rendere definito e "monetizzabile" (con l'ingresso in Borsa) il proprio capitale investito, che altrimenti rappresenterebbe una immobilizzazione teorica di difficile quantificazione; l'interesse poi ai *capital gains* oltre che ai dividendi da parte della finanziaria di partecipazioni, espresso con una preparazione professionale al mercato borsistico da attuare anche con un'attenta cura pubblicitaria dell'immagine aziendale, avvantaggerebbe principalmente il socio di maggioranza.

In tal senso, la "regolarizzazione" imposta dal nuovo partner attraverso la certificazione dei bilanci, comporterebbe solo apparentemente un maggior onere (fiscale) per l'impresa che, di contro, assumerebbe, proprio per la maggiore evidenziazione degli utili, una capitalizzazione superiore. L'imprenditore godrebbe in definitiva di minori proventi extra ma disporrebbe di un più consistente valore investito "ufficiale", smobilizzabile in tempi più rapidi almeno fino alla soglia consigliabile del 49% (la perdita della maggioranza assoluta

non dovrebbe naturalmente rientrare nei piani di un medio imprenditore, poco avvezzo ai “giochi stellari” dei grossi gruppi).

In ogni caso non si dimentichi che il maggiore vantaggio, al di là di quanto esposto, rimane quel cambiamento di mentalità finanziaria che deve compiere l'imprenditore medio-piccolo per progredire grazie anche all'azione catalizzatrice della “merchant bank”.

Oltre alle motivazioni ed ai vantaggi dell'intervento, la domanda più ricorrente è inoltre sul perché conviene cedere una partecipazione di minoranza ad una finanziaria di partecipazioni, invece di rivolgersi direttamente alle commissionarie per un ingresso rapido in Borsa. Al riguardo si osserva:

- la formula del classamento in Borsa tramite commissionarie è valida per un ristretto numero di società già mentalmente pronte e tecnicamente preparate, condizioni che si riscontrano per lo più nelle grosse realtà industriali. Per un'impresa media non ancora “a punto”, l'affacciarsi sul mercato senza una adeguata preparazione potrebbe essere estremamente pericoloso: una mal riuscita operazione borsistica provocherebbe ripercussioni negative su una pur validissima impresa;
- come detto, la **merchant bank** che investe nel capitale di rischio non svolge un'attività professionale limitata alla pura e semplice tecnica di presentazione e collocamento in Borsa, ma allarga gli orizzonti finanziari della media impresa che sono talvolta limitati;
- la commissionaria non è tenuta ad assicurare lo “scudo protettivo” di cui necessita l'azienda media quando si presenta ai risparmiatori. La **merchant bank**, che non fuoriesce repentinamente ma gradatamente dalla compagine azionaria, accompagna infatti il titolo in Borsa cercando di difenderlo dalle crisi cicliche e dalle speculazioni. Repentini balzi in avanti delle quotazioni sono pericolosi altrettanto quanto i crolli e non giovano certamente a creare quell'immagine di solidità per l'impresa.

CAPITOLO III

La valutazione aziendale sulla base dell'analisi finanziaria

1. Premessa

Una volta sensibilizzato l'imprenditore ad avviare un contatto con la **merchant bank** (rendendo "società" a tutti gli effetti l'impresa fino ad allora considerata "ditta" di esclusiva proprietà), il maggiore pericolo è di non accordarsi sulla valutazione aziendale (e, quindi, sul prezzo da corrispondere) e sui patti parasociali, su cui ci dilungheremo più avanti. La trattativa sull'entità e sulle modalità d'intervento nel capitale riveste pertanto notevole rilevanza e deve essere condotta da persone particolarmente esperte e capaci anche sul piano psicologico. Gli argomenti sono delicati giacché, se mal presentati, possono fornire all'imprenditore quell'alibi per ritornare all'iniziale chiusura. In altri termini si verrebbe ad innescare una reazione scatenante di frattura difficilmente risaldabile.

Talvolta su ben tra poi nell'interlocutore l'orgoglio di non voler cedere al di sotto di un prezzo normalmente alto, anche perché affettivo, una quota della propria azienda ad "estranei" che non hanno contribuito alla sua affermazione. Pur se trattata come un figlio, è consigliabile che l'impresa divenga adulta aprendosi al mondo finanziario attraverso la vendita di quel pacchetto di "egocentrismo" su cui poter costruire una migliore valorizzazione della proprietà complessiva. È comunque un falso problema quello del prezzo da corrispondere: nessuna saggia **merchant bank** sceglie il proprio investimento in funzione dell'iniziale appetibilità dell'operazione. Sono le prospettive di sviluppo la molla del "affare" che non si realizza pertanto all'atto dell'ingresso, ma nel momento del collocamento in Borsa, dopo un serio lavoro di preparazione del tragitto. Il valore da riconoscere si baserà su una valutazione professionale che non sia influenzata dalla segnalata componente affettiva e dal completo riconoscimento delle attese di crescita. Sopravalutazioni rispetto al mercato si tradurrebbero in sostanza in un allontanamento dai tempi previsti di classamento (mediamente 3 anni fino ad un massimo di cinque).

L'imprenditore si troverebbe per di più un socio scomodo finendo in ultima analisi per pentirsi di aver spinto inizialmente troppo in alto il prezzo.

Per tali ragioni è auspicabile che la **merchant bank** rinunci ad una operazione qualora, pur in presenza di un cliente interessante, si collochi al di fuori dei binari della normale elasticità di una trattativa. E ciò senza nulla togliere, nelle formule matematiche, al nome e all'immagine dell'impresa, al suo *know how* nonché a tutti gli altri fattori intangibili che devono però sfociare, si ribadisce, in un ritorno economico tale da giustificare, per la finanziaria di partecipazioni, la successiva operazione di Borsa.

Tra la soggettività e la presunta oggettività nelle valutazioni, esiste evidentemente un margine di manovra intermedio che poggia sul buon senso e su un'analisi finanziaria attenta dell'impresa, senz'altro più professionale dell'asettica applicazione di metodi rapidi e pratici architettati a tavolino. Per "soppesare" un'iniziativa occorre anzitutto capirla, studiarla con attenzione, umiltà e tanta esperienza sul campo. Non basta pertanto la conoscenza delle equazioni e delle formule matematiche, né aver assimilato le giuste nozioni di economia e tanti bei termini anglosassoni. Le stesse "indicazioni" che verranno di seguito sinteticamente esposte è bene che non siano interpretate come schemi rigidi in cui ingabbiare la realtà economica oggetto di esame ma come semplici "suggerimenti" di approccio al problema da verificare caso per caso. In questo l'impresa è come un essere umano che vive delle intuizioni "personalizzate" dell'imprenditore e si muove con la mente e le braccia dei managers e degli operai.

Ciò premesso, discende che un ruolo fondamentale della **merchant bank** consiste nel vagliare da vicino l'azienda dando così la necessaria fiducia come qualificato socio-garante. Da qui, l'importanza che le finanziarie siano promosse da operatori "illuminati" (e non d'assalto) o da enti di

prestigio, in associazione con altre stimolanti entità imprenditoriali, al fine di assicurare al massimo la tutela del risparmiatore.

Se poi si aggiunge che la **merchant bank** impone una corretta esposizione con certificazione dei dati di bilancio, favorendo così l'evidenziazione degli utili e relativo pieno pagamento delle imposte, non è azzardato affermare che essa svolge anche una funzione politica e sociale.

2. L'indagine tecnica, economica e finanziaria

I principali temi d'indagine per esprimere un giudizio di merito e relativa valutazione di un'impresa sono i seguenti:

- la storia dell'iniziativa;
- il *management*;
- il prodotto-mercato;
- l'organizzazione e le capacità tecnico-produttive;
- la forza lavoro;
- l'andamento gestionale;
- la struttura patrimoniale-finanziaria con determinazione del capitale netto rettificato;
- le previsioni di sviluppo sulla base delle scelte strategiche;
- il budget economico e i piani finanziari.

Solo dopo aver affrontato tali temi, si è in grado di valutare l'opportunità e l'entità dell'investimento nonché di mettere a punto il più idoneo meccanismo d'intervento.

Prima di sviluppare singolarmente detti argomenti, è opportuno sottolineare che:

- l'interlocutore deve essere, data l'importanza dell'indagine, direttamente l'imprenditore o, nel caso di imprese medio-grandi, gli eventuali *managers* con poteri decisionali;
- gli analisti debbono essere almeno due e possibilmente di diversa estrazione (un ingegnere ed un laureato in economia e commercio, entrambi esperti di analisi finanziaria negli aspetti tecnici e amministrativi in veste per così dire di *loan officer*) per un fattivo scambio di opinioni;
- l'indagine venga svolta presso l'azienda, dopo un preliminare esame a tavolino dei dati preventivamente richiesti;
- il confronto sia estremamente critico, con esposizione ed interpretazione della realtà osservata.

In mancanza di queste componenti si svierebbe l'analisi finanziaria ad una mera raccolta burocratica di documentazione, del tutto inutile alla comprensione dell'impresa.

È particolarmente utile partire con un disegno dello schema a blocchi del gruppo in esame per mettere in luce le interconnessioni societarie e quindi esprimere un primo giudizio sulla razionalità organizzativa dell'insieme di imprese nel loro complesso. Spesso infatti le preoccupazioni fiscali portano a forme organizzative contorte e diseconomiche, così che si paga da un lato quel che si risparmia dall'altro. La colpa dell'irrazionalità è sovente attribuibile a consulenti non all'altezza di aiutare l'imprenditore nelle sue scelte strategiche produttivo-commerciali.

* * *

Il primo tema, da verificare è, come detto, la storia dell'iniziativa e cioè le sue origini ed il suo grado di consolidamento nel tempo. Un esame attento del passato è una condizione necessaria anche se non sufficiente per disegnare il futuro dell'impresa: è un controllo delle fondamenta su cui poggia la costruzione.

Nella fase di nascita dell'iniziativa il fattore umano è il substrato determinante su cui si consolida il variegato e insostituibile "intuito" al rischio dell'imprenditore.

E altrettanto chiaro che se una tale situazione di dominio permane nel tempo, essa può innescare un fenomeno involutivo: non sempre l'imprenditore mantiene in modo continuo, negli anni, la lucidità

sufficiente a cogliere la dinamica delle leggi economiche e l'evoluzione del mercato. E per questo che va osservato attentamente il **management**, il cui ruolo è tanto più spiccato quanto maggiore è la maturità dell'impresa e la cui esistenza, da un'iniziale puro supporto tecnico alla creatività imprenditoriale, deve spingere il promotore in una posizione sempre più strategica e meno operativa, attraverso un processo di decentramento decisionale.

L'impresa deve sopravvivere al di là della vita del suo inventore, divenendo una squadra in cui tutti giocano e nessuno è indispensabile singolarmente.

Un elemento di grave pericolo, a cui bisogna prestare particolare attenzione, è il disaccordo interno tra soci e/o tra i *managers* che può portare al deragliamento dell'iniziativa.

* * *

Un argomento di tutto rilievo da affrontare in modo approfondito e critico è poi il **prodotto-mercato**. Occorre innanzitutto individuare il segmento operativo aziendale tenendo presente che in uno stesso settore le problematiche possono essere del tutto differenti da comparto a comparto e, a volte, nell'ambito dello stesso comparto.

Predominante nel giudizio è il grado d'innovazione del prodotto ed il suo contenuto tecnologico che determina il *know how* e quindi l'altezza della barriera di ingresso nel campo d'azione aziendale.

Bisogna porre attenzione anche alle materie prime, in particolare alla loro facilità di reperimento e all'andamento dei prezzi, soprattutto quando la loro incidenza nel conto economico è determinante. Analogamente va studiata la clientela e gli utilizzatori finali del prodotto per definire le tendenze e le prospettive.

Particolare attenzione va posta anche sulla struttura della concorrenza e sulla posizione occupata dall'iniziativa nell'ambito dei produttori nazionali e internazionali, nonché sui fattori di forza e di debolezza aziendali.

Una volta inquadrata la situazione attuale non si è certo raggiunto lo scopo dovendosi integrare l'analisi con la proiezione nel futuro del prodotto-mercato, valutando i rischi di obsolescenza, i vincoli normativi e l'evoluzione della domanda. È certamente la parte più difficile e qualificante, di cui comunque non si può fare a meno in una seria analisi finanziaria.

Per un confronto critico con i dati e le informazioni reperiti direttamente in azienda, è utile consultare gli elaborati di categoria e le varie pubblicazioni specializzate, tenendo però conto che non sempre circolano notizie attendibili per la reticenza delle imprese a rendere pubbliche le loro caratteristiche.

* * *

L'organizzazione e le capacità tecnico-produttive aziendali sono tra i più comuni temi d'interesse con particolare riferimento alla consistenza dei beni aziendali dei quali si fa spesso una valutazione, superficiale metro di giudizio utilizzato a diversi fini (in particolare per i finanziamenti). Ancor oggi l'affidabilità di un'impresa è troppo spesso legata ad un fattore immobiliare, solo teoricamente in grado di garantire il creditore. L'equivoco, che denota una scarsa cultura economica, è degno di breve trattazione pur rappresentando in qualche modo una deviazione sul tema.

Le tecniche di valutazione cauzionale potevano essere considerate ancora giuste in un lontano passato, quando l'economia era una realtà ancora tutta da scoprire, caratterizzata da una netta crescita sospinta da una domanda costantemente superiore all'offerta. Il valore di recupero dei beni era infatti un dato sufficientemente certo in un contesto in cui gli imprenditori si muovevano con meno vincoli (giuridici e sindacali in particolare), avviando con pochi rischi iniziative anche a mezzo di utilizzo di cespiti dismessi da altre aziende. Attualmente la situazione è radicalmente cambiata: la saturazione dell'offerta ha reso più frequenti le cause di crisi delle imprese; sono pertanto diminuite le occasioni di riattivazione di impianti industriali che, sempre più soggetti a fenomeni di obsolescenza, sono spesso di difficile riconversione.

Oltre al pericolo dell'anelasticità, non bisogna dimenticare la necessità di manutenzione continua dell'apparato produttivo che, se non effettuata periodicamente, compromette la sua possibilità di recupero. Vi sono infine i problemi sindacali da risolvere, per cui solo raramente l'investitore può semplicemente acquistare un impianto o un immobile ma deve farsi carico dell'intera impresa o quanto meno di parte di essa, con pesanti ripercussioni sul prezzo da pagare.

Le considerazioni di cui sopra sono emblematiche dimostrando che l'assunzione di garanzie reali non significa una riduzione del rischio e pertanto che, come in un'operazione di partecipazione azionaria, il creditore non può esimersi da un'analisi finanziaria accurata e completa in tutti i suoi aspetti.

Ritornando al nostro tema, per esaminare l'organizzazione della produzione va subito definito il sistema in oggetto che può essere formato da una singola impresa o da un gruppo. Qualora sussistano interdipendenze tecnico-commerciali, l'esame deve anche riguardare la regolarità dei passaggi intergruppo per individuare le eventuali diseconomie e i punti di debolezza.

Ciò premesso, visitando uno stabilimento, la prima cosa da osservare è la disposizione dei mezzi produttivi e quindi la sequenza delle lavorazioni (*lay-out*). Il giudizio sarà positivo quando si vedrà un fluido flusso dei materiali e un basso livello di giacenze, senza interferenze tra i reparti che devono operare in diverse condizioni di lavoro.

La razionalità dell'organizzazione produttiva è normalmente massima all'avvio di una nuova iniziativa e decresce con il tempo man mano che il processo si invecchia e quindi deve esser sottoposto a modificazioni necessarie al mantenimento della sua economicità.

Importante è poi il giudizio sulla modernità e sul grado di automazione dell'impiantistica che si può esprimere solo conoscendo le tecniche utilizzate dalla concorrenza. Ci si deve in definitiva chiedere se, per ottenere un dato prodotto, il sistema utilizzato sia quello più idoneo ed economico e, comunque, se sono possibili facili interventi per renderlo al passo con i tempi.

Un altro elemento da indagare è il bilanciamento dei vari reparti produttivi che può essere ottenuto anche con diverso tempo di utilizzo degli impianti e con ricorso a terzi. In ogni caso, non sempre il bilanciamento implica eguaglianza di potenzialità produttiva dei reparti come, ad esempio, in presenza di stagionalità nell'approvvigionamento di materia prima (devono sovradimensionarsi i magazzini e le fasi iniziali di lavorazione) o nelle vendite del prodotto finito (sono da sovradimensionare le fasi finali, sempre in presenza d'impossibilità di adeguati e duraturi stoccaggi). Sempre in terna organizzativo, si osserva che la produzione può essere impostata per il magazzino (prodotti standard, realizzati con un altro grado di automazione degli impianti) o per commessa (lavorazioni normalmente flessibili) o, ancora, con una tipologia intermedia. E evidente che la scelta sarà quella di rendere minimo il rischio per l'impresa e massima l'economia realizzata. A tale ultimo proposito ci si pone il problema dell'opportunità o meno di conseguire economie di scala costruendo impianti di grosse dimensioni che realizzino, con minor investimento per unità di prodotto, una maggiore produttività ed un risparmio principalmente nei costi energetici, d'approvvigionamento delle materie prime e del lavoro. Tale modello, se da un lato è tecnicamente auspicabile in quanto ottimale, dall'altro si è andato deteriorando nel tempo e, soprattutto, in una realtà economica complessa e flessibile quale quella italiana. La prima motivazione è che ci si trova: attualmente di fronte, come noto, ad una situazione d'eccesso d'offerta, per cui le strategie sono ora più di vendere che non di produrre. Per vendere poi è necessario personalizzare i prodotti e migliorare i servizi e, quindi, ridurre il grado di standardizzazione. E un fattore comune alle economie avanzate che sono sempre più esigenti. Il pericolo dell'abnorme gonfiamento del magazzino prodotti finiti è di gran lunga superiore a quello di realizzare qualche diseconomia nel processo produttivo. Con il crescere delle dimensioni cresce inoltre la difficoltà di governare il sistema sotto un profilo tecnico-programmatico ed occupazionale, essendo le maestranze poco motivate e maggiormente conflittuali. Senza tener poi conto della forte concentrazione di un elevato impegno finanziario.

Tutte queste ragioni pongono un severo limite al gigantismo degli impianti industriali, fino ad innescare un deciso riflusso verso dimensioni più contenute, in ogni caso, modulari.

Un'altra questione sul tappeto è la scelta del grado di integrazione del sistema. Un processo integrato a monte e a valle può essere talvolta necessario per garantire la qualità dei prodotti e la

sicurezza nei tempi di consegna, ma è controproducente, oltre che per i motivi già citati nel caso dell'economia di scala, per la difficoltà di seguire gli aggiornamenti tecnologici su tutti i fronti del processo produttivo. Si verrebbero cioè a creare disarmonici sbilanciamenti tra fasi.

L'ultimo argomento è quello della potenzialità produttiva e cioè la quantità di prodotti definiti che il sistema è in grado di fornire nell'unità di tempo. La finalità principale di detta grandezza consiste nel voler calcolare il grado di utilizzazione del sistema che permette di misurare il successo dei prodotti aziendali e la rispondenza dei *targets* produttivi, se non supportati da adeguati investimenti.

La potenzialità va calcolata non in senso teorico ma su una base pratica che tenga conto delle effettive condizioni di lavoro dell'impresa, compatibili con il comparto in cui opera e con riferimento agli impianti o alla forza lavoro a seconda della loro incidenza economica.

La potenzialità globale sarà ovviamente condizionata dal reparto eventualmente sottodimensionato e quindi non bilanciato, la cui esistenza dovrà essere giustificata.

* * *

Parliamo ora della **forza lavoro**. La consistenza e la suddivisione tra le varie categorie va osservata sia come evoluzione nel tempo sia in rapporto alla situazione di aziende concorrenti, nell'intento principale di confrontare le produttività. La composizione dell'organico (ad esempio il rapporto tra diretti e indiretti) conferma le scelte organizzative aziendali ed eventuali incoerenze devono trovare adeguate spiegazioni. Certo bisogna tener conto, nell'ambito del comparto, della diversa localizzazione delle iniziative ed in particolare di quelle che rientrano nelle leggi agevolative per il Mezzogiorno, che riducono l'incidenza del costo del lavoro, nonché di finalità sociali di eventuali promotori pubblici. In ogni caso, pur considerando tutti i vari fattori, non va dimenticata la logica economica dell'impresa in cui la forza lavoro si inserisce.

Da valutare attentamente è anche lo stato dei rapporti tra direzione e personale e quindi lo stato delle relazioni sindacali, la politica retributiva, gli eventuali ricorsi alla Cassa Integrazione Guadagni.

Non ultimo è da osservare il grado di specializzazione delle maestranze. Anche nella fattispecie, la localizzazione è determinante, soprattutto quando si verificano addensamenti di specifiche attività produttive in ristretti ambiti territoriali come il tessile cardato a Prato, il pettinato a Biella, la maglieria a Carpi, le armi da fuoco a Gardone Val Trompia, la ceramica a Sassuolo, le concerie a S. Croce sull'Arno, ecc. L'ubicazione dell'iniziativa al di fuori di queste zone può comportare per l'impresa, oltre a difficoltà infrastrutturali d'ordine commerciale e tecnico, serie problematiche di reperimento di personale esperto.

Va quindi osservata la rotazione degli addetti (*turn over*) e la politica retributiva praticata.

Spesso si conclude che gli incentivi corrisposti dallo Stato nelle aree depresse e meridionali, solo in parte compensano i disagi da sostenere per localizzazioni non naturali e che i reflussi possono essere tali da vanificare gli sforzi di industrializzazione, bruciando preziose risorse.

* * *

Passiamo ora al capitolo dell'andamento gestionale. Una volta definiti i prodotti aziendali, si osserverà l'evoluzione nel tempo (almeno nell'ultimo triennio) della produzione e delle vendite a quantità e a valore, mettendo altresì in luce la variazione dell'export. Servirà un esame attento in quanto il trend è un ottimo rilevatore del successo o meno delle decisioni imprenditoriali sul piano tecnico e commerciale. Sempre a tal fine è altresì opportuno indagare sulla variazione dei prezzi unitari, sulla resa delle materie prime, sui consumi energetici e sugli scarti e resi dei prodotti finiti, nonché osservare il fatturato pro-capite in rapporto a quello di aziende similari. E necessario costruire un polo omogeneo d'osservazione per un corretto e significativo confronto dei dati che possono essere perturbati da fenomeni quali, principalmente, la variazione del mix, il mutamento del contenuto tecnologico dei prodotti e l'inflazione.

Analogamente va disegnato il trend dei risultati economici di bilancio e degli ammortamenti (ordinari e anticipati) e quindi del *cash-flow*. Si perviene ad uno dei cardini dell'indagine, vale a dire la ricostruzione dell'effettiva redditività aziendale da usare quale piattaforma delle prospettive di sviluppo.

La ricostruzione dell'utile di competenza può essere effettuata nel seguente modo:

- utile lordo di bilancio;
- più ammortamenti anticipati;
- altre rettifiche: sopravvenienze attive e passive, rivalutazioni e svalutazioni, improprie capitalizzazioni, ecc.;
- meno imposte teoriche calcolate sulla nuova base imponibile;
- più ammortamenti ordinari;
- meno ammortamenti tecnici equi, calcolati tenendo conto del valore reale e della effettiva vita economica dei cespiti.

Riformulati gli ultimi tre anni, si inseriscono i risultati nel conto economico riclassificato in forme standard quali, ad esempio, quella del valore aggiunto, che rappresenta quanto l'iniziativa produce in più rispetto ai propri consumi. Lo schema è il seguente:

| | |
|------------------------|---|
| Produzione valorizzata | (vendite + costruzioni in economia + rimanenze finali - rimanenze iniziali di semilavorati e prodotti finiti) |
| Meno costi di produz. | (acquisti + rimanenze iniziali - rimanenze finali di materie prime) |
| Meno consumi | (lavorazioni esterne, costi industriali, commerciali e amministrativi). |

Valore aggiunto
meno costo del lavoro

Margine operativo
meno ammortamenti equi

Risultato operativo
meno oneri finanziari
meno oneri fiscali ricalcolati

Risultato netto industriale ricostruito di competenza

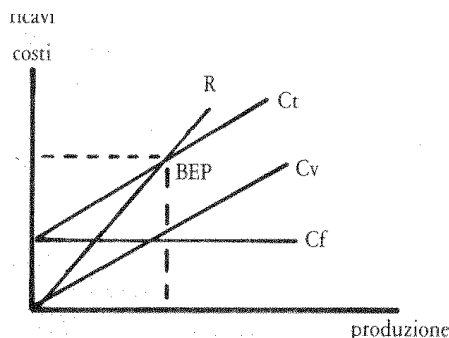
Un altro metodo di riclassifica del conto economico è quello del così detto "costo del venduto" che evidenzia la destinazione dei costi invece che la loro natura. Per valutare il grado di flessibilità aziendale si ricorre invece al margine di contribuzione, pari ai ricavi meno i costi variabili del venduto; sottraendo poi anche i costi fissi si ottiene il margine operativo lordo (m.o.L).

Una volta ricostruiti i conti economici sulla base dell'utile di competenza, si osserva la variazione percentuale calcolata sulla produzione valorizzata delle singole voci di costo, dei margini, dei risultati operativi e degli utili e si cerca la conferma dei fatti salienti aziendali di cui si è a conoscenza. Il prospetto riepilogativo accerterà la perfetta corrispondenza con il quadro generale o porrà in evidenza le eventuali anomalie.

Per le aziende esportatrici è interessante osservare l'andamento dei cambi, effettuando un opportuno bilancio valutario. In tempi come gli attuali, caratterizzati da forti oscillazioni delle divise, va riguardata favorevolmente ogni forma di neutralizzazione degli effetti valutari quali gli indebitamenti nelle stesse monete in cui sono espressi i crediti, gli scambi valutari tra imprese (*swaps*) per diversificare i rischi, le assicurazioni.

Un'altra grandezza su cui indagare è rappresentata dal *break-even-point* e cioè il punto di pareggio in cui si raggiunge il livello di fatturato minimo necessario ad eguagliare i costi totali (fissi + variabili). Il metodo più semplice di calcolo è quello grafico dove:

Ct = costi totali
 Cv = costi variabili
 Cf = costi fissi
 R = ricavi
 BEP = break-even-point



Supponendo per semplicità costante la variazione percentuale dei costi variabili in rapporto ai ricavi si avrebbe:

$$\text{BEP} = \frac{Cf}{1-K}, \text{ ove } K = \frac{Cv}{R}$$

dedotto da $Cf + Cv = R$ (ricavi di pareggio)

Una volta individuato il *break-even-point*, si potrà esprimere un giudizio sulla flessibilità dell'impresa ad adattarsi alle mutevoli condizioni del mercato.

* * *

Un altro argomento da non trascurare è la valutazione dei risultati in tempi d'inflazione, essendo questo un fenomeno poco favorevole alle imprese per i problemi finanziari, gestionali e di programmazione ch'esso comporta. È noto infatti che i bilanci, essendo legati al criterio del costo storico, fotografano con grossa difficoltà la realtà aziendale che rappresentano e lo fanno in modo tanto più sbiadito quanto maggiore è il cambiamento del metro monetario. Fare i conti con lo slittamento monetario non è facile né è richiesto giuridicamente e fiscalmente, così che l'analista finanziario, che pur ha bisogno di tale genere d'informazione, deve approcciare in modo empirico il problema per ricavare rapidi e semplici riferimenti che rendano più significativi i risultati contabili. I correttivi da applicare al bilancio per tener conto degli effetti dell'inflazione si possono suddividere in:

- a) parziali:
 - rettifica dei valori storici delle immobilizzazioni tecniche e dei relativi fondi d'ammortamento;
 - costituzione di speciali riserve di utile per evitare distribuzioni di profitti solo apparenti;
 - adozione del metodo prudentiale LIFO (Last in First Out) per la valorizzazione delle rimanenze;
- b) globali:
 - contabilità adeguata al livello generale dei prezzi;
 - contabilità a valore di rimpiazzo.

I primi metodi, quelli parziali, sono estremamente empirici e approssimativi.

Con riferimento ai secondi procedimenti, il principio è che non si può riconoscere un reddito se il capitale non si è mantenuto economicamente integro: nel primo caso si prende a base il suo valore monetario e nel secondo la capacità di produrre lo stesso reddito. Esaminiamo un pò più a fondo questi due ultimi principi.

La contabilità adeguata al livello generale dei prezzi osserva l'evoluzione con l'inflazione del sistema patrimoniale, concludendo che può parlarsi di utile solo se al termine dell'esercizio il patrimonio netto dell'impresa si è incrementato in termini reali. Ciò premesso, le voci della situazione patrimoniale vengono riclassificate in poste monetarie, che non necessitano di rettifiche in quanto si adeguano automaticamente ai nuovi livelli di prezzi; in poste non monetarie, che rappresentano beni reali e come tali hanno un valore non adeguato, e in mezzi propri. Dalla rivalutazione delle poste non monetarie attive si sottrarrà la perdita di valore reale dei mezzi propri, ottenendo un utile o una perdita da aggiungere al risultato di bilancio. Da ciò si deduce che l'eccedenza delle poste attive non monetarie rispetto ai mezzi propri (azienda indebitata) comporta un beneficio economico, che tuttavia è un "utile poco liquido" per aziende in attività non traducendosi in flussi di cassa.

L'aleatorietà sotto il profilo finanziario di tale utile induce a rettificare il luogo comune che "in tempi di inflazione conviene ricorrere al credito" in quanto il drenaggio di risorse connesso all'indebitamento non permette all'azienda di affrontare in modo corretto le necessità per circolante e per investimenti fissi che proprio dal fenomeno inflattivo vengono accresciute.

Detto metodo non viene influenzato dal fatto che le poste non monetarie possano o meno evidenziare riserve, dato che se ne avrebbe diretta rispondenza nei mezzi propri e, quindi, la differenza risulterebbe invariata.

Esaminiamo ora la contabilità a valore di rimpiazzo. In tal caso il risultato d'esercizio deriva dal confronto dei ricavi non con i costi storici ma con quelli più elevati che l'azienda dovrebbe sostenere rimpiazzando idealmente i prodotti venduti.

Nel sistema a rimpiazzo l'utile netto contabile deve essere corretto tenendo conto sia della differenza tra i già citati ammortamenti equi e quelli contabili sia dell'adeguamento di circolante provocato dal puro e semplice aumento dei prezzi. Quest'ultimo dovrà essere calcolato e quindi finanziato mantenendo quantomeno inalterato il rapporto di solidità dell'impresa (mezzi propri su debiti).

I metodi illustrati sono invero approssimativi ma non soffermarsi sulla realtà inflazione costituirebbe un'approssimazione ancora maggiore soprattutto nei periodi di forte lievitazione del livello generale dei prezzi.

In conclusione, alla luce di quanto esposto, l'utile reale sarebbe rappresentato da quello contabile, che può essere scomposto nell'utile adeguato al rimpiazzo (il solo che possa essere distribuito ai soci senza impoverire finanziariamente l'impresa) e nell'utile da accantonare per i maggiori fabbisogni inflattivi, nonché dal beneficio o meno della rivalutazione per l'adeguamento al nuovo metro monetario.

Della suddetta analisi dovrà inoltre tenersi conto nella definizione della politica dei dividendi.

* * *

Vediamo ora la **struttura patrimoniale-finanziaria** che rappresenta una fotografia dell'impresa a cui si giunge con una variazione dal precedente riferimento, determinata dalla gestione economica. La prima cosa da mettere in evidenza è la certificazione o meno del bilancio che, se attuata, rappresenta già una buona base di lavoro per l'analista finanziario. Il compito di quest'ultimo infatti non è tanto quello di costruire dati bensì di interpretarli partendo da una base attendibile. D'altra parte, l'analista osserva l'impresa nel suo complesso e non solo dall'angolazione di bilancio per cui non è sempre tenuto a correre dietro a troppi particolari perdendo di vista le grosse problematiche. Sarà però pronto ad entrare nei minimi dettagli ove ritenga, in base all'esperienza, che essi siano significativi per comprendere fenomeni aziendali determinanti.

Ai fini di una valutazione del capitale netto rettificato, la principale posta del passivo dello Stato Patrimoniale, una delle prime cose da fare è una valutazione a valori correnti del magazzino e delle immobilizzazioni con l'eventuale inclusione dei beni immateriali non contabilizzati. Tra questi ultimi si possono distinguere quelli dotati di un attendibile valore di mercato (ad esempio la raccolta per aziende bancarie, pari al 10-15 % della stessa; una licenza commerciale, pari più o meno

all'incasso di un anno e così via) e quelli non dotati di valore di mercato (quali particolari *know how* industriali), che possono però essere individuati quantomeno quantificando i costi sostenuti per la loro creazione.

Circa la rivalutazione del magazzino, non si dimentichi che, se sotto il profilo patrimoniale un'eventuale valutazione al FIFO (*First in First Out*) sarebbe più realistica in periodi d'inflazione (rimanenze valutate all'ultimo costo), sul piano reddituale l'utile risulterebbe sopravvalutato derivando dalla comparazione di prezzi di vendita correnti con vecchi costi. D'altra parte le eventuali plusvalenze di magazzino non andranno considerate ai fini valutativi qualora la loro emersione sia già stata inclusa nel calcolo della redditività prospettica dell'impresa.

Vediamo ora la valutazione corrente dei cespiti aziendali.

Quelli civili si esprimono a valore di mercato, mentre per quelli industriali esistono diversi procedimenti tra cui i più usati sono:

- quello dei “costi storici”, che considera le spese annualmente sostenute per realizzare l'impianto, nel degradarle e rivalutarle in presenza di slittamento di base monetaria;
- quello dei “costi attuali”, che consiste nel valutare il costo di un nuovo impianto, equivalente per potenzialità e caratteristiche, e degradarlo per tener conto dell'età e del superamento tecnologico;
- quello del “reddito”, che attribuisce all'impianto un valore in relazione non al suo costo ma alla sua potenzialità di reddito.

I tre procedimenti sono stati elencati in ordine crescente di rigore concettuale. L'unico criterio logico di stima di un impianto industriale è infatti quello reddituale (un impianto che non rende ha un valore a rottame, ammesso che non sia troppo costoso smantellarlo), ma la possibilità di procedere con esattezza nel calcolo dei prevedibili utili netti futuri di competenza dell'impianto, è solo teorica così che la formula di attualizzazione:

$$W_0 = \frac{(1 + i)^n - 1}{(1 + i)^n i} R + \frac{W_n}{(1 + i)^n}$$

con R = reddito costante e W_n = valore di recupero, risulta di difficile applicazione.

Per tale motivo ci si riferisce comunemente, scartato il criterio semplice ma non realistico del costo storico, al procedimento dei costi attuali. Tale valutazione può essere condotta sulla base di informazioni analitiche (preventivi di spesa) e parametriche (comparando vari costi per unità di produzione realizzabile), da attingere presso case costruttrici o imprese che abbiano realizzato di recente impianti analoghi.

Nelle comparazioni, però, non si dimentichi l'effetto “scala” che di norma riduce il costo d'impianto per unità di prodotto all'aumentare della potenzialità.

Con riferimento alla capitalizzazione degli interessi passivi, rilevante soprattutto nel caso di grosse opere, si ritiene che rientri correttamente nella valutazione degli impianti, purché limitata al periodo di costruzione fino alla loro messa in marcia. Analogamente potrà farsi per gli interessi figurativi sul capitale proprio impiegato.

Per verificare la giustezza o meno del risultato di stima, si può ricorrere ad alcuni *ratios* quali principalmente il rapporto tra il valore stimato dei mezzi produttivi ed il fatturato industriale, da raffrontare a quello di aziende similari e da giudicare in base al tipo d'iniziativa (*labor o capital intensive*).

Per gli ammortamenti la principale verifica è il calcolo stesso della vita residua dei beni.

Lo stato patrimoniale si presenta normalmente nel seguente modo:

ATTIVO (dare)**PASSIVO (avere)**

| | |
|--------------------------------|------------------------------------|
| immobilizzi | capitale sociale |
| beni immateriali | sovvenz. in conto aum. di cap. |
| partecipazioni | riserve |
| magazzino finale | risultato d'esercizio |
| crediti commerciali | fondo trattamento di fine rapporto |
| crediti diversi | altri fondi (ammortamenti ecc.) |
| ratei e risconti attivi | mutui |
| cassa, banche, titoli realizz. | prestiti obbligazionari |
| | fondo imposte |
| | creditori diversi |
| | fornitori |
| | ratei e risconti passivi |
| | banche |

L'attivo, come noto, rappresenta gli impieghi aziendali cioè il capitale investito in beni strumentali e in circolante, necessario allo svolgimento dell'attività; il passivo indica le fonti cioè il modo in cui l'impresa si procura i mezzi finanziari.

Le principali poste da esaminare nella revisione sono:

- i crediti, al fine di determinare il grado di rischio e le eventuali sofferenze, nonché i termini di pagamento che danno una precisa immagine dell'impresa sul mercato dopo però aver tenuto conto delle caratteristiche del comparto in cui essa opera; particolare attenzione va posta poi all'entità della circolazione cambiaria;
- il grado di liquidità in quanto non sempre le disponibilità sono effettivamente liquide (ad esempio i conti correnti esteri talvolta difficilmente trasferibili e in valute non sempre convertibili) e i depositi effettivamente disponibili (vincolati a garanzia); i titoli poi devono essere realizzabili con esclusione quindi di quelli, pur quotati, a negoziazione limitata che, se immessi sul mercato, verrebbero difficilmente assorbiti e, comunque, con grossi sacrifici di prezzo;
- il magazzino, la cui organizzazione e valutazione deve essere particolarmente approfondita in quanto determinante per il calcolo della redditività. Nella ricostruzione dell'utile bisogna depurare il risultato da qualsiasi variazione del criterio di valutazione che, in base al codice civile, deve assumere prudenzialmente il valore più basso tra il prezzo di mercato e il costo d'acquisto delle materie prime con l'aggiunta di una quota di spese di lavorazione (senza interessi passivi e spese generali) per i semilavorati e i prodotti finiti. Le principali tecniche di valorizzazione delle rimanenze sono, come noto, il LIFO, il FIFO ed il costo medio ponderato. Tra queste, come già detto, il LIFO è auspicabile nelle fasi di prezzi ascendenti in quanto redditualmente neutralizzata in parte gli effetti inflattivi e patrimonialmente crea delle opportune riserve "da rimpiazzo".
- le immobilizzazioni tecniche e i relativi fondi di ammortamento, che forniscono importanti informazioni sulla redditività aziendale. Se, infatti, si spesano economicamente oneri che sarebbero capitalizzabili, se gli ammortamenti sono computati al massimo ammissibile, allora significa che l'impresa è in grado di guadagnare più di quanto evidenziato;
- i fondi di accantonamento con particolare attenzione al trattamento di fine rapporto;
- i debiti verso gli istituti previdenziali e assistenziali.

Una volta esaminate ed opportunamente rettificare le varie poste di bilancio, si procederà per comodità dell'analista finanziario alla loro riclassifica scalare:

| | | |
|--|------------|------------|
| — Capitale netto (o proprio) | <u>K</u> | |
| — Immobilizzazioni | <u>(I)</u> | |
| Margine di struttura | | MS |
| — Debiti consolidati | <u>DC</u> | |
| Mezzi di esercizio propri e cons. (cap. circ. netto) | | MPC |
| — Debiti fluttuanti | <u>DF</u> | |
| Capitale circolante | | CC |
| — Liquidità (eccedente la fisiologica) | <u>(L)</u> | |
| Capitale circolante (o d'esercizio) effettivo | | <u>CCE</u> |
| Così impiegato: | | |
| — Cassa e banche | CA | |
| — Crediti | <u>CR</u> | |
| Attività liquide e a breve | | ALB |
| — Cred. a lento realizzo | CLR | |
| — Magaz. + ant. fornitori-ant. da clienti | <u>M</u> | |
| Attività realizzabili | | <u>AR</u> |
| | | <u>CCE</u> |

Il giudizio sulla situazione così riclassificata è così esprimibile:

- dal punto di vista patrimoniale, la situazione è tanto più solida quanto maggiore è il capitale proprio rispetto ai debiti (consolidati e fluttuanti), al netto della liquidità non fisiologica. L'ideale è un rapporto almeno pari all'unità. Il giudizio non deve essere espresso in termini assoluti ma relativamente a diversi fattori quali il settore d'appartenenza della impresa, la sua localizzazione e la composizione dell'attivo;
- dal punto di vista finanziario, un buon giudizio di equilibrio si darà quando i mezzi di esercizio propri e consolidati rappresentano il 40/50% dell'effettivo capitale circolante;
- il grado di liquidità è infine buono quando tutte le attività liquide (comprese quelle non fisiologiche e a breve) risultano superiori ai debiti fluttuanti. L'indice va integrato da una scrupolosa disamina della velocità di rotazione dei crediti commerciali e di fornitura per non conferire allo stesso un valore assoluto.

Anche nella valutazione di tali ultimi due rapporti, non si può prescindere da considerazioni sull'ambiente in cui l'impresa opera e sulle sue caratteristiche.

Oltre ai predetti, esistono altri *ratios* che possono essere di volta in volta utilizzati a seconda delle esigenze degli analisti.

* * *

Proseguendo sull'argomento, è spesso interessante effettuare un'analisi finanziaria per flussi che ha lo scopo di approfondire più in dettaglio le cause che determinano i cambiamenti nella posizione finanziaria dell'impresa.

In tale tipo di intervento, si distinguono le variazioni finanziarie in usi (incrementi di attività e/o decrementi di passività) e fonti (incremento di passività e/o decrementi di attività) nonché in gestionali ed extragestionali, a seconda che i movimenti comportino o meno modifiche al capitale circolante (o ad altri indicatori di struttura di volta in volta analizzati).

I principali procedimenti di analisi sono due:

- quello sintetico che, basato sul confronto tra stati patrimoniali successivi, esamina le sole variazioni patrimoniali, opportunamente classificate in usi e fonti e depurate degli effetti che non hanno rilevanza finanziaria (ad esempio le rivalutazioni e svalutazioni, la destinazione di utili a riserva);
- quello analitico, ove le variazioni patrimoniali opportunamente rettifiche sono integrate con le variazioni economiche - espone in dettaglio e non soltanto in termini di saldo attivo (utile) o passivo (perdita) – depurate dei movimenti che trovano riscontro nelle variazioni patrimoniali già considerate. Detto procedimento analitico considera quindi solo i ricavi e i costi monetari del conto economico essendo quelli non monetari neutralizzati dalle corrispondenti variazioni patrimoniali.

Lo schema che si ricaverà e che risulterà utile per meglio seguire l'evoluzione finanziaria aziendale sarà così il seguente:

Situazione iniziale ----- USI ----- FONTI ----- Situazione finale

* * *

L'ultimo argomento d'interesse è rappresentato dal bilancio consolidato, cui occorre far riferimento ogni qual volta ci si trova ad esaminare un gruppo di imprese controllate da una stessa proprietà, al fine di una necessaria panoramica complessiva. Non esiste attualmente in Italia alcun obbligo giuridico in materia di consolidamento di bilancio: solo la CONSOB può infatti prescriberlo alle società quotate in Borsa.

Le principali tecniche di consolidamento sono due: il metodo del “netto”, applicabile per le collegate e per le imprese ad attività dissimile a quella del gruppo, e l'integrazione globale (per le controllate simili). Il primo consiste semplicemente nell'adeguare il valore di carico della partecipazione alla quota parte del patrimonio netto della partecipata. Il secondo consiste nel sommare i valori delle singole voci di bilancio delle società oggetto di consolidamento con quelle della capogruppo effettuando tutte le rettifiche necessarie. Le principali e più ricorrenti rettifiche, considerato sempre che la finalità è quella di trasformare due o più imprese in un'unica entità (e che, pertanto, dovranno restare in essere i soli rapporti con terzi esterni al gruppo), sono le seguenti:

- partecipazioni: il valore iscritto nel bilancio della capogruppo viene eliminato con il patrimonio netto delle partecipate o con la sua quota di possesso se non totalitaria. Gli eventuali plusvalori formeranno nel “netto” le cosiddette “differenze di consolidamento”;
- debiti e crediti reciproci: devono essere coincidenti e compensati;
- dividendi o similari attribuzioni di utili tra partecipate: andranno eliminati;
- interscambi: il caso più comune è l'*interprofit* di magazzino che si genera con la cessione di prodotti tra consociate. È un artificioso gonfiamento d'utile nel conto economico consolidato essendo una valorizzazione delle merci in magazzino al ricavo invece che al costo: va pertanto annullato. Analogo ragionamento si applica nel caso della cessione non di beni di produzione ma d'investimento.

* * *

Soffermiamoci ora sulle **previsioni di sviluppo** che partono dalle scelte strategiche aziendali. Quanto finora esaminato rappresenta una fotografia della realtà aziendale che è interessante per le considerazioni eh' essa permette sul quadro prospettico dell'iniziativa. Il divenire operativo è infatti l'argomento centrale dell'indagine per un eventuale investitore, che guarderà al passato principalmente per giudicare la mentalità e le capacità gestionali dell'imprenditore, proiettato verso il raggiungimento di nuovi traguardi.

Le strategie aziendali hanno lo scopo principale di rimuovere gli eventuali punti di debolezza (razionalizzazione) e/o di creare le condizioni per un'espansione in rapporto alla situazione del

mercato e della concorrenza (potenziamento), tenendo anche conto dei prevedibili aggiornamenti nei prodotti e nella loro tecnologia di fabbricazione. Possono comunque essere anche finalizzate ad una difesa delle proprie posizioni in un mercato caratterizzato da aspra concorrenzialità; in tal caso saranno da esaminare eventualmente le possibilità di conversione produttiva dell'apparato.

Delineate le strategie, si passa alla fase progettuale dei mezzi industriali (investimenti) umani e finanziari più opportuni con cui realizzarle, avuto altresì riguardo ai vincoli che insorgono e che possono indurre correzioni e, talvolta, addirittura sostanziali mutamenti delle decisioni iniziali. Per la verifica dell'opportunità o meno di effettuare un investimento, esistono i metodi economici tradizionali quali quello del ROI (Return on investment) e quelli caratterizzati dal fatto di basarsi sull'elaborazione dei flussi monetari: il DCF (*discounted cash-flow*), l'IRR (*internal rate of return*), il NPV (*net present value*), e il PBP (*pay back period*). È opportuno premettere che ciascun modello, rappresentando uno spaccato della realtà aziendale, pone particolare attenzione su uno o più aspetti così che non esiste il criterio migliore in assoluto ma solo relativamente agli obiettivi che l'imprenditore si prefigge.

Il metodo tradizionale del ROI contabile è il sistema più classico per determinare la redditività. Esso è costituito dal rapporto tra il reddito operativo (utile netto + oneri finanziari e fiscali) e l'investimento (fisso + circolante) medio nell'anno che lo ha generato. Se si pone al numeratore l'utile netto ed a denominatore il capitale netto, si ottiene il ROE (*return on equity*) che misura la redditività del capitale impegnato dal solo imprenditore. Detto metodo, che porta ad una serie di rapporti annuali, dà risultati parziali e quindi non sempre significativi.

La metodologia del DCF considera, invece, la vita economica di un investimento nella sua globalità come un unico conto economico che contempra, da un lato, tutti gli incassi e, dall'altro, tutti i pagamenti, tenendo comunque conto della diversa base monetaria nello svolgimento temporale delle operazioni. L'IRR, nell'ambito della detta metodologia dei flussi monetari, è un metodo con il quale la redditività di un investimento viene determinata ricercando il tasso interno che eguaglia il valore attuale delle entrate a quello delle uscite. In altri termini, la redditività è espressa dal tasso che rende nulla la somma di tutti i valori attuali dei movimenti di cassa originati nel periodo di vita dell'investimento e cioè:

$$\sum_{t=0}^n F_t \frac{1}{(1+i)^t} = 0$$

Il tasso così calcolato non è il rendimento costante, per tutto il periodo, del capitale inizialmente investito ma di quello investito all'inizio di ciascun anno, servendo la somma percepita al termine dei dodici mesi in parte a remunerare il capitale impiegato all'inizio ed in parte a rimborsarlo. Per valutare due diverse iniziative con maggior completezza servono anche elementi collaterali di giudizio, quali il rendimento esterno con cui sono impiegati i rimborsi annuali parziali.

Nel metodo dell'NPV, sempre nel gruppo DCF, si prende in esame il risultato che si ottiene sommando algebricamente tutti i flussi di cassa attualizzati ad un certo tasso, sempre nel periodo di vita dell'investimento, e cioè:

$$\sum_{t=0}^n F_t \frac{1}{(1+i)^t}$$

Da tale metodo non scaturisce la misura della redditività ma solo se essa è superiore o inferiore al livello sperato (quello sulla cui base si calcola l'NPV). Il PBP infine consiste nella determinazione del tempo entro cui può avvenire il recupero del capitale investito: è in sostanza il tempo

intercorrente tra la prima uscita di cassa e il momento in cui la somma dei flussi in entrata sia pari a quella dei flussi in uscita. È un metodo molto incompleto (non dà indicazioni di redditività) che serve solo quando il problema predominante è la liquidità.

Da quanto tratteggiato si ha conferma, in definitiva, che non esiste un metodo universale standard per giudicare l'opportunità di un investimento ma un insieme di criteri da applicare volta per volta che, comunque, non abbracciano tutti i fattori, come quello della composizione del capitale investito (il rischio è infatti direttamente proporzionale agli investimenti fissi e indirettamente al capitale investito in circolante) ed altri pur contemplati nelle strategie (risvolti sociali, politica commerciale, disponibilità di risorse umane). Tra l'altro, ben più complesso è il calcolo per un investimento che s'inserisce in una realtà già esistente rispetto a quello di una nuova iniziativa.

Affrontiamo ora il tema del **budget economico e dei piani finanziari**. Una volta definiti e verificati gli obiettivi ed i più opportuni mezzi per raggiungerli, si hanno disponibili i dati previsionali definitivi che sono serviti all'analisi ed a cui hanno contribuito non solo i vertici aziendali ma anche gli operativi esperti del mercato, delle tecnologie produttive e degli aspetti economico-finanziari. Il punto di vista critico dell'analista dovrà rappresentare la "prova del nove" della attendibilità delle aspettative, che verranno così giudicate anche da un'osservatore esterno.

Si riporteranno pertanto i conti economici previsionali ed i relativi piani finanziari ad essi collegati, riclassificati con i consueti criteri, mettendo in luce le incidenze percentuali delle singole poste in rapporto al trend del passato e alle azioni programmate da intraprendere.

Con riferimento ai ricavi, le più elementari verifiche riguardano: la realizzabilità di eventuali variazioni della quota di mercato dell'azienda, anche sulla base delle informazioni sui progetti della concorrenza nonché delle possibilità d'aumento della domanda; la coerenza della prevista politica dei prezzi con la collocazione qualitativa attuale e futura dell'azienda nel comparto, con le strategie degli altri produttori e con gli eventuali maggiori quantitativi di prodotti da collocare; l'adeguatezza della rete distributiva e, infine, la capacità stessa dell'impresa a produrre quanto programmato facendo affidamento sui propri mezzi tecnici a disposizione.

Con riferimento ai costi, il criterio che maggiormente interessa ai fini di una valutazione delle previsioni è quello della loro variabilità o meno con la produzione. Non esiste una suddivisione netta tra la categoria dei costi fissi e dei variabili, essendo anche i primi soggetti ad oscillazioni (che sono però brusche e non gradualità), secondo una legge da esaminare caso per caso. I variabili poi mutano anch'essi con maggiore o minore intensità a seconda del ritmo produttivo. Accanto a queste due categorie, se ne può aggiungere una terza, di caratteristiche intermedie (ad esempio, gli oneri finanziari e fiscali).

Le prestazioni di terzi ed i consumi di materie prime e sussidiarie rappresentano la voce di costo variabile per eccellenza: le quantità consumate scaturiscono da stime relative alle rese in prodotto finito in base all'andamento storico aziendale e ai risultati attesi dagli eventuali investimenti; i prezzi unitari sono da verificare in funzione della disponibilità dei materiali da utilizzare.

Analogamente, possono considerarsi variabili i consumi energetici, da calcolare in base alle caratteristiche tecniche degli impianti, e la maggioranza delle altre spese industriali.

Il costo del lavoro ha solo in parte caratteristiche di costo variabile essendo divenuto col tempo sempre più rigido, con la sola attenuazione delle possibilità di ricorso alla Cassa Integrazione Guadagni per riduzione dell'attività.

Le spese commerciali sono in parte fisse (per lo più quelle connesse all'organizzazione interna) ed in parte variabili (provvigioni a rappresentanti e agenti), mentre quelle generali hanno una componente amministrativa il cui peso di costi fissi supera quello dei variabili.

Fissi sono gli ammortamenti, i canoni di *leasing*, gli eventuali affitti, mentre gli oneri finanziari hanno una componente fissa (es. quelli relativi a mutui a medio termine) e variabile (per lo più dovuta all'indebitamento a breve per necessità di circolante). Con particolare riguardo agli oneri finanziari a breve termine, si sottolinea che questi ultimi non risultano di facile calcolo essendo funzione del livello di indebitamento e quindi dell'autofinanziamento del periodo, a sua volta calcolabile una volta dedotti gli oneri finanziari. Si presenta in definitiva un circolo vizioso da cui si

può uscire determinando il saldo del piano finanziario con l'autofinanziamento al lordo degli interessi a breve.

Tale saldo parziale viene sommato o sottratto, a seconda del segno, alle banche passive di inizio periodo, ottenendo le banche di fine periodo senza il calcolo degli interessi. Vengono quindi calcolati gli interessi annuali sulla esposizione media che, aggiunti al predetto primo calcolo di banche passive finali, danno un secondo conteggio dell'esposizione, con cui si possono ricalcolare gli oneri finanziari con maggior grado di approssimazione.

Una volta effettuate le previsioni dei ricavi e dei costi relativi all'attività futura dell'impresa, si è in grado di calcolare l'utile netto che però non può essere accettato matematicamente così come scaturito ma deve essere verificato con i dati storici e con raffronti con gli altri concorrenti, analizzando le motivazioni di eventuali significativi scostamenti. In definitiva, qualunque sia rigorosità del metodo adottato per effettuare le previsioni di costi e ricavi, questo non deve mai esser sufficiente a giustificare un risultato finale anomalo per l'impresa in sé o comparato al settore in cui opera.

Intimamente connesso alle previsioni economiche è il piano finanziario che non solo determina, come detto, il livello d'indebitamento finale e quindi gli oneri finanziari da considerare nel conto economico ma, spesso, incide sullo stesso giudizio di opportunità dell'investimento. Non è infatti raro il caso in cui iniziative valide sotto il profilo economico, falliscano per problemi finanziari creatisi sia per l'eccessivo sviluppo dell'attività (e relativo gonfiamento del circolante), sia per l'aumento non previsto delle spese per investimenti o dei tassi d'interesse da pagare. Il grado di elasticità finanziario deve essere pertanto considerato con molta prudenza, soprattutto in tempi d'inflazione. L'esame dei fabbisogni non si limiterà pertanto al progetto in esame ma all'impresa e/o al gruppo nel suo insieme, considerando i prevedibili mutamenti della base monetaria in relazione all'arco di tempo esaminato.

I principali impegni sono rappresentati da:

- investimenti tecnici e finanziari da sostenere a partire dalla base di riferimento (ovviamente al netto degli anticipi già corrisposti e comprendenti i pagamenti su precedenti investimenti effettuati);
- aumenti di capitale circolante dovuti allo sviluppo d'attività e rappresentati da crediti commerciali e dal magazzino. I crediti per la dilazione concessa alla clientela (che possono essere calcolati al lordo o al netto dei debiti commerciali e, nel primo caso, questi ultimi vanno considerati tra le fonti) devono essere compatibili con l'esame storico aziendale e del comparto in cui l'impresa opera. Simile è il problema del calcolo del magazzino. Un metodo rapido e molto approssimativo per conteggiare gli incrementi di capitale d'esercizio è rappresentato dall'applicazione sui fatturati previsti della stessa percentuale ottenuta rapportando l'effettivo circolante dell'ultimo esercizio al relativo volume d'affari ed applicando eventuali correttivi a seconda delle variabili strategie;
- rimborsi finanziari quali le rate capitali di mutui, la distribuzione di utili e/o riserve, ed in genere il pagamento di tutti quei debiti che non hanno natura di "giro", vale a dire la cui estinzione non si finanzia con la ricostruzione gestionale di altri debiti.

Le principali fonti sono rappresentate da:

- autofinanziamento, costituito dall'utile netto, dagli ammortamenti e dall'incremento del fondo trattamento fine rapporto, al netto degli utilizzi del periodo;
- disponibilità derivanti da smobilizzo di poste dell'attivo patrimoniale quali i beni materiali, immateriali ed eventuali riduzioni di scorte esuberanti rispetto alla giacenza fisiologica e di cui, quindi, non si rende necessaria la loro ricostituzione;
- disponibilità liquide già esistenti all'epoca della situazione di riferimento o future, derivanti da rimborsi di crediti non di "giro";
- finanziamenti attinti all'esterno quali i debiti di fornitura, qualora non già considerati quale minor circolante e i debiti a breve e medio termine.

Così costruito il piano finanziario, il relativo giudizio non può essere espresso in assoluto come semplice saldo tra fonti e impieghi ma con riferimento alla struttura di partenza in cui s'innesta e al

suo impatto futuro. Il parere riguarderà pertanto anche l'assetto patrimoniale-finanziario proiettato a fine programma: non è sufficiente cioè un'equilibrata copertura dei fabbisogni se non vengono sanate eventuali carenze di base, così come non devono necessariamente destare preoccupazioni sbilanci se innestati su una struttura robusta.

Un altro aspetto importante per il giudizio è che esso deve essere formulato considerando non solo il piano finanziario nella sua interezza, ma anche i saldi parziali di ogni anno. Solo così infatti si potranno evidenziare eventuali picchi di fabbisogni che possono innescare pericolose tensioni finanziarie.

In ogni caso l'accettabilità o meno di rischi di natura finanziaria deve essere espressa anche in relazione agli obiettivi e quindi alle strategie dell'impresa. Vale a dire, se sussistono brillanti prospettive economiche, si può anche transigere su un non perfetto bilanciamento fonti-impieghi che non dovrà comunque prescindere dallo stato di salute aziendale iniziale.

3. I principali metodi di valutazione dell'impresa

Esauritasi l'analisi finanziaria con un grado di approfondimento delle linee globali e degli specifici problemi aziendali, si è in grado di trarre le prime conclusioni sull'opportunità dell'investimento. Si riassumerà il giudizio generale sull'impresa e l'eventuale impostazione dell'intervento partecipativo. Normalmente i vari aspetti consuntivi sono ben concatenati e portano ad una univoca sintesi valutativa, mentre contrastanti potrebbero essere i commenti in campo previsionale. In ogni caso, l'esistenza di un solo grave risvolto negativo è sufficiente a condizionare l'intera fattibilità dell'operazione.

Per quanto concerne la procedibilità, non è detto che, una volta espresso un positivo apprezzamento sull'impresa, convenga investire con l'obiettivo Borsa. Classare una media iniziativa industriale è, infatti, un compito di alta responsabilità, in quanto significa “rompere” equilibri radicati in operatori finanziari ancora adusi a ragionare in termini di grandi dimensioni.

La **merchant bank** perseguirà quindi l'improcastinabile allargamento del listino, privilegiando i contenuti qualitativi dell'azienda “ideale” da offrire un domani con sicurezza ai risparmiatori. Con tale consapevolezza andranno scelti gli investimenti decisi da “professionisti” non influenzabili, mentalmente vicini alle problematiche imprenditoriali e ragionevolmente distanti da atteggiamenti di teorica macroeconomia o di opportunistico utilizzo di superficiali formule “magiche”. È per questo motivo che il ruolo della **merchant bank** è tutt'altro che facile: eventuali insuccessi, infatti, non solo nuocerebbero alla sua immagine ma alla stessa credibilità della nuova istituzione, ritardando irrimediabilmente un processo evolutivo di cui la realtà economica nazionale non può fare a meno.

Segnali d'allarme nel prendere la decisione finale dovranno inoltre scattare immediatamente nell'ipotesi di pronunciate irregolarità gestionali o di scarsa apertura all'innovazione da parte dell'imprenditore affermato senza più stimoli.

Non ultimo argomento, risulta il prezzo d'acquisto che, riguardando una percentuale molto contenuta del pacchetto, deve essere tale da permettere un'appetibile futura offerta al mercato dei capitali, rappresentando un'ulteriore garanzia della bontà dell'investimento.

Nessuna posizione scientifica è tanto precisa da poter essere considerata anelastica, così che nella trattativa esiste sempre un margine di manovra da ricondurre però entro limiti professionali e non puramente emotivi. Se si andasse oltre, per l'esistenza di fattori estranei alle leggi economiche, l'eventuale positiva conclusione dell'accordo sarebbe un evento negativo le cui conseguenze comincerebbero ben presto ad apparire.

Dopo tale premessa, vediamo i metodi di valutazione di un'impresa. Essi possono essere di due tipi: i diretti e gli indiretti o analitici. I primi sono quelli espressi dal mercato azionario e pertanto non interessano i casi all'esame. Possono comunque essere osservati come riferimento comparativo, tenendo però presente che non sempre costituiscono una corretta valutazione a causa spesso della limitatezza degli scambi e di effetti speculativi.

I metodi indiretti o analitici si basano concettualmente su tre tipi d'informazione:

- il ritorno finanziario atteso e cioè flussi di cassa che l'impresa è in grado di generare;
- i redditi futuri;
- il valore patrimoniale.

Mentre i due primi tipi d'informazione (finanziarie ed economiche) attengono ad eventi futuri e sono quindi incerti, l'informazione patrimoniale è un dato attuale, quasi sempre disponibile. Ciò non deve comunque indurre in errore facendo dimenticare che nella graduatoria di validità, per il significato stesso d'essere impresa, la stima finanziaria è quella più attendibile, seguita da quella reddituale.

La valutazione patrimoniale è solo la fotografia di un passato che è reale solo se non sono previsti sostanziali mutamenti futuri e cioè in assenza di riduzioni o di incrementi d'attività. Unicamente in tale caso particolare, che poi non interessa l'intervento della **merchant bank**, la valutazione può basarsi sulla ricostruzione del Capitale Netto riportato a valore di mercato (rivalutazione delle immobilizzazioni fisse, del magazzino e dei beni immateriali) e parzialmente tassato nelle plusvalenze emerse. A quest'ultimo riguardo si precisa che, se non è corretto disinteressarsi dell'effetto fiscale (così facendo si attribuirebbe egual valore a due imprese della stessa consistenza, l'una del tutto trasparente e l'altra con potenziali riserve da far emergere), risulterebbe ancora più ingiusta una tassazione piena, essendo le plusvalenze riferite per lo più a cespiti industriali non destinati al realizzo e potendosi utilizzare artifici legali (compensazione con perdite di gestione, rivalutazioni detassate) in grado di contenere la pressione fiscale. A parte tutto, l'eventuale piena tassazione sarebbe un evento futuro e come tale da attenuare con l'attualizzazione. Tali motivi consigliano l'applicazione di una aliquota di tassazione parziale (grosso modo la metà della piena) sui plusvalori occulti.

Il metodo patrimoniale non ha pertanto gran validità in quanto considera l'impresa alla pari di un'immobilizzazione, il che è una negazione della sua natura dinamica.

Anche se concettualmente più esatte, le stime che si basano sull'attualizzazione, con un certo tasso di rischio, delle proiezioni finanziarie ed economiche, si presentano difficoltose, soprattutto nel nostro Paese ove la programmazione non è un'esigenza particolarmente sentita. L'analista finanziario si trova infatti spesso nella condizione di dovere da solo "inventare" un budget sulla base delle strategie delineate dall'imprenditore e che sovente sono molto variabili in funzione delle condizioni esterne all'impresa. È certo un difetto che dipende anche dalla fluidità dei vincoli di vario genere che hanno portato in Italia all'affermazione di un tessuto di imprese flessibili rispetto a quelle rigide. Per contro, è egualmente un difetto credere oltre certi limiti alla programmazione, specie se effettuata per più di tre anni, poiché si congelerebbero le scelte imprenditoriali riducendole ad una semplice equazione matematica. Anche negli USA il "planning" quinquennale o, addirittura, decennale sembra ormai aver fatto il suo tempo.

Ne consegue che i metodi finanziari ed economici, basati, come già detto, sull'attualizzazione con un certo tasso di rischio del *cash-flow* e dei redditi netti attesi, non sono ugualmente praticabili con sufficiente grado di attendibilità.

Nasce così, pur concettualmente errata, l'idea di ricorrere a metodi misti patrimoniali-reddituali che mediando gli errori, si spera possano portare a risultati più confacenti.

Il primo e più elementare metodo misto è quello della media tra il capitale netto rettificato e parzialmente tassato e il valore dell'attualizzazione della rendita perpetua (R/i). A tale ultimo proposito, si rammenta che la differenza tra il valore attuale della rendita limitata ad n anni e quello più semplice della rendita perpetua diviene trascurabile superato un certo limitato numero di anni.

Il secondo e più usato procedimento pratico si basa sull'aggiunta (o sottrazione, se negativo) al capitale netto rettificato e parzialmente tassato, dell'attualizzazione di quanto l'impresa guadagna in più (o in meno) rispetto al normale. Si stabilisce cioè il tasso d'interesse considerato normale per il comparto in cui opera l'impresa e lo si moltiplica per il suo valore patrimoniale rettificato, ottenendo così l'entità con cui va confrontato il reddito atteso. Se tale differenza è positiva, significa che la redditività dell'impresa è superiore al livello normale (4 + 10% in termini reali) e quindi si avrà un *goodwill* (viceversa si avrà un *badwill*), che verrà calcolato attualizzando detta differenza per n anni (generalmente cinque) ad un certo tasso (comprensivo del fattore rischio che da solo può

pesare anche fino al 10%). Il risultato si addiziona, come detto, al Capitale Netto rettificato ottenendo il valore della impresa. La formula che può essere usata indifferentemente con i termini prospettici inflazionati o meno, purché tutti omogenei, è la seguente:

$$W = K + a n] i 1 (R - iK)$$

Si comprende come, anche in tal caso, è necessaria una profonda conoscenza dell'impresa che porta a collocare nella formula parametri attendibili circa il fattore rischio, il reddito atteso e le rettifiche patrimoniali. A pari formula, infatti, si può giungere a risultati del tutto dissimili variando detti parametri.

Sofferamoci sul reddito atteso, che è ben diverso dall'utile ricostruito di competenza che si rivolge solo al passato. Sotto il profilo teorico esso dovrebbe desumersi dai piani di sviluppo aziendali "pesando" in modo decrescente i risultati degli anni in successione ma, dati i fattori d'incertezza esistenti, si tiene conto nella pratica anche degli esiti già conseguiti. Al posto del reddito atteso si sostituisce pertanto nella pratica un "reddito normalizzato" ottenuto come media ponderata di un futuro che si confronta in qualche modo con il passato.

Quanto esposto, è ancora una prudenziale approssimazione pragmatica in quanto la formula di attualizzazione già sconta nel tasso il rischio che non si verifichino i risultati attesi. In ogni caso l'errore diviene rilevante solo per iniziative in forte fase di crescita.

La soluzione del problema della valutazione non è però, come detto, univoca, e si reputa valido anche per i metodi misti il ragionamento in base al quale, giunti ad un risultato, è necessaria la verifica. La principale "controprova" per una valutazione ai fini borsistici che prescindano da particolari interessi (quali le strategie industriali d'acquisizione di *know how*, di integrazione produttiva e commerciale), è quella dei moltiplicatori delle grandezze più significative dell'impresa ed in particolare del prezzo per guadagno unitario o *price earning* (P/E).

Il *price earning*, che rappresenta la grandezza che deve essere moltiplicata per l'utile netto ricostruito di competenza per ottenere il valore dell'impresa, si calcola in funzione di diverse variabili. La prima è l'inverso del tasso di interesse reale, cioè quello corrente meno l'inflazione avendo il reddito prodotto dall'impresa tanto più valore quanto minore è il rendimento reale degli investimenti finanziari alternativi. Tale variabile è però troppo generalizzata non focalizzando a dovere le caratteristiche tipiche dell'impresa esaminata e del comparto in cui essa opera. Non bisogna infatti dimenticare che il *price earning* è il numero di volte per cui si moltiplica l'utile e, pertanto, presuppone la consolidata produzione nel tempo di detto utile. È perciò funzione di tutti i fattori indagati nel corso dell'analisi finanziaria e risente, in definitiva, del giudizio sull'imprenditore e sul suo management, sul prodotto-mercato, sulle strategie con relativi budgets economici e finanziari, nonché sulla struttura patrimoniale-finanziaria e in particolare sulla consistenza e composizione del patrimonio netto. È influenzato inoltre dal grado di notorietà dell'impresa, il che rende il titolo collocabile con maggiore facilità presso i risparmiatori. Un'impresa fortemente patrimonializzata avrà però un alto *price earning* solo se la consistenza delle immobilizzazioni rappresenterà un'assicurazione di stabilità (nel caso ad esempio di immobili civili appetibili rappresenterà una riserva facilmente smobilizzabile in caso di necessità) o una barriera d'ingresso per eventuali concorrenti (superabile unicamente con prospettive reddituali molto allettanti). Inquadrata così l'azienda, non sarà difficile quantificare tale moltiplicatore: nel caso di prodotti maturi e di scarsa capitalizzazione il P/E non supererà in via di prima approssimazione il livello di 5, nel caso di prodotti innovativi o di notevole capitalizzazione il P/E potrà variare tra 5 e 10 con punte fino a 15 nel caso di imprese strategiche.

L'utile da considerare sarà quello ricostruito e tassato che farà riferimento pratico al bilancio in corso di formazione.

Una volta verificato con tale metodo il risultato precedentemente calcolato con il sistema misto, se si giunge a conclusioni abbastanza simili, significa che la valutazione effettuata è attendibile. A questo punto entra in gioco il concetto di partecipazione di minoranza o maggioranza. È intuitivo che, fissato cento il valore di un'impresa, il 51% vale più di 51 e il 49% meno di 49. Avere il

controllo significa infatti gestire il patrimonio aziendale determinando le scelte d'impresa, ma anche essere soci di minoranza può avere i suoi vantaggi e cioè partecipare ad utili cui si è solo in minima parte contribuito (in certi casi solo con l'apporto finanziario). Si è pertanto dell'opinione che in caso di una *sleeping partnership*, lo "sconto di minoranza" debba essere ridotto in misura crescente con il diminuire della quota di partecipazione e quindi dell'impegno finanziario.

Ben diversa è la situazione in cui il socio di minoranza svolge una funzione attiva, soprattutto se non retribuita, come quella del *partner* di maggioranza che opera in azienda. Lo sconto potrà arrivare allora fino al 20%, con punte particolari al 25%, quando la funzione di minoranza volta è particolarmente efficace: sono ad esempio i casi in cui la **merchant bank** sostiene un ruolo determinante per l'ottenimento di finanziamenti agevolati, per l'acquisizione di importanti commesse, per la verifica delle strategie aziendali e per consulenze. Tale percentuale si dimezza però (10% circa), qualora il socio di minoranza imponga patti parasociali limitativi di alcune scelte della maggioranza.

Con l'occasione si sottolinea che il Collegio Sindacale, su richiesta dell'azionista che possieda almeno il 5% del capitale sociale, è tenuto subito ad indagare su presunte irregolarità degli Amministratori, mentre se la quota di possesso è del 10% si può fare denuncia al Tribunale per ordinare un'ispezione a spese dei soci richiedenti.

Gli azionisti con oltre il 20% del capitale possono, motivandolo, far convocare l'Assemblea.

4. Il calcolo del rendimento dell'operazione di partecipazione

Nel caso di investimenti azionari, si applicano metodi di verifica analoghi a quelli esaminati per giudicare gli investimenti industriali. Se, infatti, l'intervento di una finanziaria di partecipazioni è istituzionalmente rivolto verso aziende sane ed economicamente vitali, tali caratteristiche non bastano ancora a determinare le decisioni d'intervento. Queste ultime sono strettamente legate alla profittabilità dell'operazione che è connessa, è bene ricordarlo, ai dividendi previsti e alla capacità di rivendere la quota di partecipazione ad un prezzo superiore a quello d'acquisto (*capital gain*). I due aspetti sono l'uno il riflesso dell'altro, in quanto scaturiscono dalla capacità che ha l'impresa di espandersi conquistando nuovi spazi economici.

Per il calcolo del rendimento occorrerà indagare sui seguenti dati previsionali:

- utili netti;
- dividendi incassati;
- tasso annuale di reinvestimento dei dividendi;
- periodo di reinvestimento;

che forniranno la somma dei dividendi capitalizzati e, sulla base degli utili netti previsti nell'anno dello smobilizzo della partecipazione moltiplicati per il P/E, la valutazione finale con cui calcolare il *capital gain*, netto d'imposte.

Normalmente il metodo più usato è quello del rendimento totale composto:

$$I = \sqrt[n]{\frac{PA + CG + D}{PA}} - 1$$

ove PA = prezzo d'acquisto;
 CG = *capital gain* al netto della tassazione;
 D = dividendi capitalizzati;
 n = numero di anni di durata dell'investimento;

con CG = PV - PA - T
 PV = R_j P/E
 R_j = reddito atteso per l'anno j di vendita;
 T = imposte sul *capital gain*;

Oltre a tale metodo possono comunemente usarsi:

- il tasso implicito di rendimento (o interno), che è quel saggio d'interesse che eguaglia il valore attuale dei flussi in uscita (l'investimento iniziale ed ogni altro impegno relativo all'acquisizione di partecipazioni) con il valore attuale dei flussi in entrata (i dividendi e il prezzo di vendita) durante l'arco di tempo della partecipazione;
- il valore attuale netto (VAN), in base al quale vengono attualizzati i flussi annui in entrata ed in uscita ad un valore prefissato di tasso di capitalizzazione nel periodo considerato. Rapportando detto valore all'impegno iniziale si ottiene l'indice di profittabilità e cioè:

$$IP = \frac{VAN}{PA} + 1$$

il quale è null'altro che il rapporto benefici-costi: solo se è maggiore di 1 l'investimento è conveniente.

CAPITOLO IV

L'articolazione degli interventi sul capitale ed i risvolti fiscali

1. I prestiti obbligazionari convertibili

Nella ricerca di un punto d'incontro nella trattativa tra compratore e venditore di un dato pacchetto azionario, si possono incontrare spesso difficoltà di vedute non facilmente superabili. Ciò, come detto, sia per la componente affettiva, che può spingere una valutazione ben al di là di quanto oggettivamente determinabile, sia per una diversa stima delle prospettive d'impresa e quindi degli utili futuri.

Qualora esistano le condizioni per un'interessante operazione borsistica, le divergenze possono essere risolte principalmente in due modi: o riducendo la quota di partecipazione, e quindi l'entità su cui contendere, o ricorrendo ai prestiti obbligazionari convertibili. Questi ultimi danno infatti modo al compratore di scegliere, dopo un certo periodo di tempo, tra lo stato di creditore e quello di azionista, consegnando le obbligazioni in cambio di un numero di azioni prestabilito all'atto di emissione. Tale diritto è talvolta staccabile dalla cedola (*warrant*).

Le obbligazioni convertibili presentano rispetto alle azioni, per le persone fisiche, i vantaggi della circolazione al portatore con ritenuta fiscale secca del 12,5% nonché assicurano un rendimento minimo. Per le persone giuridiche la ritenuta è d'acconto, essendo gli interessi soggetti a tassazione IRPEG/ILOR. Le obbligazioni convertibili possono essere dirette, caso classico, o indirette e cioè convertibili in azioni di altra società per lo più controllata dall'emittente. Esse possono convertirsi in nuove azioni o azioni già esistenti; nel primo caso la società dovrà deliberare, oltre all'emissione del prestito, un corrispondente aumento di capitale, mentre nel secondo le azioni interessate sono quelle di proprietà della società.

Si rammenta che tutte le obbligazioni emesse da una società non possono superare il capitale sociale versato a meno che vengano stabilite opportune garanzie reali al riguardo.

Il regolamento di massima dei prestiti convertibili contempla: la definizione del numero dei certificati e del loro taglio, il prezzo d'emissione, la loro durata e gli interessi, il periodo e le modalità di conversione, le modalità di rimborso dei titoli non convertiti, la trasferibilità dei titoli, i termini di prescrizione e decadenza, l'eventuale quotazione in Borsa e informazioni varie (luoghi di pagamento e di conversione, modalità di comunicazione, ecc.). Con riferimento all'importante indice di conversione, esso è pari al rapporto tra il valore dell'azione e quello dell'obbligazione e fornisce il numero di obbligazioni necessarie a ricevere un'azione: cioè

$$\frac{n_o}{n_a} = \frac{V_a}{V_o}$$

È richiesto un numero intero e non particolarmente elevato. L'aumento di capitale da deliberare, non periodico, sarà pari al numero di azioni nuove per il loro valore nominale.

2. L'acquisto di azioni

Può avvenire direttamente dal socio o con aumento di capitale. Il primo caso è praticabile da parte di una **merchant bank** quando l'impresa da partecipare sia particolarmente solida e disponga di un buon grado di liquidità, così che un ulteriore rafforzamento sarebbe sostanzialmente superfluo in presenza di soci intenzionati per contro a liquidare e diversificare una parte del proprio investimento. E ancora attuabile quando esistono soci scomodi, in disaccordo con gli altri, che possono rappresentare un elemento di instabilità per l'impresa: il passaggio d'azioni alla *merchant bank*, con parallela fuoriuscita di detti soci, va vista evidentemente con favore. Altra circostanza è quella della risoluzione di problemi di successione ereditaria.

È consigliabile comunque che l'intervento della finanziaria di partecipazioni avvenga principalmente sotto forma di immissione di denaro in azienda, con sottoscrizione di azioni generalmente con sovrapprezzo.

Quando a cedere le azioni sono le persone fisiche, va tenuta presente la legge "Visentini" ter che considera automaticamente (senza bisogno quindi d'accertamento) fatte a fini speculativi le cessioni

a titolo oneroso e i conferimenti, esclusi i casi di successione o donazione, superiori al 25% per partecipazioni non azionarie e al 10% per quelle azionarie (2% se quotate). La percentuale di partecipazione è determinata alla luce di tutte le cessioni effettuate nel corso di dodici mesi, ancorché nei confronti di soggetti diversi. La disposizione automatica non si applica solo se il periodo intercorso dalla data dell'ultimo acquisto è superiore ai cinque anni. Oltre tale periodo il fisco dovrà accertare l'intento speculativo attuato anche con fittizi frazionamenti della vendita, per eludere la citata legge.

Quando invece l'acquisto è esperito da una società, le plusvalenze (o minusvalenze) hanno immediato effetto economico entrando a far parte del conto profitti e perdite. Bisognerà inoltre fare particolare attenzione ai fondi creati con la legge "904" del '77 (Pandolfi) eventualmente esistenti nelle *holdings* in cui la **merchant bank** normalmente interviene, derivanti dallo scorporo di attività operative. Tali fondi, infatti, sono in sospensione d'imposta e pertanto soggetti a tassazione nell'ipotesi che vengano distribuiti; possono essere usati esclusivamente per effettuare aumenti gratuiti di capitale sociale o per copertura di perdite. In parallelo saranno soggette a tassazione le eventuali plusvalenze di alienazione delle partecipazioni che hanno generato i fondi 904, rapportando il prezzo di cessione non al valore iscritto in bilancio della *holding* ma allo stesso diminuito dei detti fondi.

Con l'occasione si ricorda che le fusioni tra le società non costituiscono presupposto di realizzo delle plusvalenze; nel caso di esistenza di fondi "Pandolfi", nella società risultante dovranno però essere ricostituiti. Al contrario i conferimenti vengono considerati vendite a tutti gli effetti ma, se effettuati da persone fisiche senza intento speculativo, non sono egualmente soggetti a tassazione. Combinando entrambi gli effetti si potrà ottenere quanto segue:

- i soci persone fisiche conferiscono le proprie azioni della finanziaria B di partecipazione ad un'altra finanziaria A ("scatola vuota" già esistente o appositamente creata) ad un valore prossimo a quello reale;
- dopo un tempo ragionevole, si fondono le due finanziarie: le partecipazioni di B da vendere potranno essere rivalutate della differenza tra il valore di conferimento e il capitale netto originario di B (derivante dall'eliminazione della voce partecipazione all'attivo di A con il capitale netto della partecipata B, di entità inferiore).

In conclusione, un'operazione ben condotta potrebbe portare ad un costo estremamente contenuto, pari alle sole imposte di registro.

* * *

Circa la sottoscrizione di nuove azioni, si verificherà normalmente la non corrispondenza tra il capitale sociale e il valore dell'azienda, quasi sempre superiore allo stesso patrimonio netto. Pertanto il versamento da effettuare dovrà essere fatto sia con sottoscrizione dell'aumento di capitale al valore nominale, sia con versamento al fondo sovrapprezzo azioni (F.S.A.). Fissata la percentuale di azioni da acquistare (X) si calcola anzitutto, dato un certo valore iniziale d'azienda (W_i), il valore finale:

$$W_f = \frac{W_i}{(100 - X)}$$

dovendo ovviamente restare costante il valore assoluto in mano agli originari azionisti;

$$W_f = CS_f + FSA$$

$$\text{con } CS_f = \frac{CS_i}{(100 - X)}$$

facendo attenzione a non dar luogo ad aumenti periodici. Spesso si riscontrano delle situazioni di assoluta inadeguatezza

tra il valore del capitale sociale e quello effettivo dell'azienda. E pertanto opportuno, in presenza di riserve palesi, procedere ad un preventivo aumento a titolo gratuito.

Vale la pena segnalare che gli incrementi oltre le L. 10 miliardi (nominale + sovrapprezzo), con esclusione di quelli effettuati a titolo gratuito, necessitano dell'autorizzazione del Ministero del Tesoro e della Banca d'Italia che si intenderà rilasciata qualora i suddetti Organi non si pronuncino entro 60 giorni dalla richiesta.

L'aumento di capitale per l'ingresso di nuovi azionisti del tipo della **merchant bank**, non comporta in teoria diritti di opzione da parte degli originari soci essendo effettuato nell'interesse della società (quotazione in Borsa).

L'intervento può ipotizzarsi anche in forma mista in cui si procederà dapprima all'aumento di capitale e, successivamente, al rilievo di azioni direttamente dai soci.

* * *

Le principali categorie di azioni sono:

- a) *azioni ordinarie*: rappresentano la formula di partecipazione più comune ed importante essendo completa negli obblighi e nei diritti. Sono nominative ed indivisibili e non possono essere emesse per somme inferiori al loro valore nominale. Esse attribuiscono ai soci diritti patrimoniali (quota proporzionale di patrimonio netto e quindi di utili, opzione nel caso di aumenti di capitale e/o emissione di prestiti obbligazionari convertibili, prelazione nel caso di mancata opzione degli altri soci) e sociali (partecipazione alle assemblee e relativo voto). L'emissione di azioni diverse da quelle ordinarie deve risultare dall'atto costitutivo o da successive modifiche di questo. L'ammontare delle azioni con voto limitato, ivi comprese le azioni di risparmio, non può superare la metà del capitale sociale;
- b) *azioni privilegiate*: sono nominative al pari delle ordinarie ma attribuiscono ai possessori maggiori diritti nella distribuzione degli utili e nel rimborso del capitale (precedenza); sono però private totalmente o parzialmente del diritto di voto (può essere limitato alle sole assemblee straordinarie), pur dando il diritto di partecipare alle assemblee dei soci. È una formula particolarmente adatta alle aziende che intendono reperire mezzi finanziari invogliando l'investimento azionario;
- c) *azioni di risparmio*: possono essere emesse con aumento di capitale solo da società quotate in Borsa. È un titolo che può classificarsi a metà tra l'azione e l'obbligazione. Sono privilegiate sia nel dividendo (minimo del 5% del valore nominale, nel caso di bilancio in utile, e con possibilità di successivi recuperi, e comunque superiore al 2% rispetto alle ordinarie), sia nei rimborsi di capitale (sono soggette a riduzione solo dopo l'annullamento delle azioni ordinarie). Non danno diritto né alla partecipazione alle assemblee dei soci né al voto. Sono titoli al portatore e godono di facilitazioni fiscali potendo essere soggette alla ritenuta a titolo d' imposta nella misura del 15%.
Si nota che esse sono un facile modo di fare finanza da parte delle aziende senza attribuire i classici diritti del possesso azionario. L'emissione poi con sovrapprezzo rende irrisoria la maggiore redditività (calcolata sul nominale) e lo stesso fondo sovrapprezzo azioni che ne scaturisce può essere utilizzato per aumenti gratuiti di capitale a vantaggio non solo degli azionisti di risparmio ma di tutti.
Per tali motivazioni si ritiene opportuna ed ormai matura una revisione della normativa al riguardo;
- d) *azioni di godimento*: non fanno parte del capitale sociale come le precedenti, introducendo così una particolare figura di azionista. Esse sono assegnate agli azionisti fuoriusciti dalla compagine di una società ancora in vita. Non danno diritto né alla partecipazione all'assemblea dei soci né al voto. Assicurano ai possessori i dividendi solo dopo il pagamento alle altre azioni di un dividendo pari all'interesse legale, nonché la partecipazione alla ripartizione del capitale solo dopo il rimborso, in sede di liquidazione della società, al nominale delle altre azioni. Vengono usate più che altro nel caso di riduzioni di capitale per

perdite, in cui le società accontentano i propri azionisti danneggiati dando loro la possibilità di partecipare ad eventuali futuri utili che eccedano un dato ammontare. Le azioni annullate vengono così sostituite da azioni di godimento i cui vantaggi si esplicano quindi solo in caso di ritorno in utile della società.

Sul piano borsistico va rilevato che le azioni diverse da quelle ordinarie hanno una quotazione normalmente inferiore di un 40%.

3. Il trattamento fiscale dei dividendi

Sul piano fiscale i dividendi sono soggetti ad una ritenuta d'acconto del 10%. Le disposizioni tributarie prevedono un particolare meccanismo, chiamato credito d'imposta, che evita che i redditi delle società siano sottoposti ad una doppia tassazione. Il meccanismo è il seguente: l'azionista indica nella propria dichiarazione dei redditi l'ammontare dei dividendi lordi aumentato di 9/16 (cioè del 56,25%), che è pari esattamente al credito d'imposta che lo stesso azionista porta in detrazione (assieme alla ritenuta d'acconto del 10%).

Il credito d'imposta di 9/16 consente agli azionisti di avere in restituzione l'imposta sul reddito della società (36%) pagato prima della distribuzione di dividendi; infatti, dopo aver saldato l'IRPEG, le società possono distribuire solo il restante 64%. La situazione, supposto 100 il reddito lordo dopo il pagamento dell'ILOR (16,2%) e 64 i dividendi, è la seguente:

$$100 - 36 \text{ (IRPEG)} = \frac{64}{100} \begin{array}{l} \text{dividendi ai soci} \\ \text{(56,25 \% di 64)} \\ \text{imponibile dei soci che han-} \\ \text{no 36 di credito di imposta.} \end{array}$$

La legge impedisce però di trasferire ai soci eventuali esenzioni o riduzioni d'imposta concesse alla società, istituendo un'imposta di conguaglio o compensativa pari ai 9/16 della differenza tra la somma distribuita come dividendi e il 64% del reddito imponibile a carico della società erogante per adeguare l'ammontare del credito usufruito dal socio (che rimane sempre pieno) all'imposta effettivamente pagata. Ciò significa che, se non vi sono stati redditi esenti, anche distribuendo tutto l'utile, non si incorrerà in alcuna imposta di conguaglio, mentre, se vi sono stati proventi esenti, la quota di reddito superiore al 64% dell'imponibile sarà soggetta, in caso di distribuzione, alla tassazione del 56,25% .

4. Il trasferimento dei titoli e considerazioni finali

Può accadere che l'acquisto di azioni sia pattuito senza il diritto di incasso dei dividendi. Ciò avviene in genere nei sei mesi successivi alla chiusura del bilancio. Il problema è risolvibile come segue:

- per aumenti di capitale, si possono sottoscrivere azioni con godimento differito;
- per acquisti diretti dai soci invece:
 - a) si può pagare subito un prezzo superiore attualizzando l'importo dei dividendi o il prezzo pattuito con, in aggiunta, dilazionata la quota dei dividendi;
 - b) si possono ritirare le azioni dopo il pagamento dei dividendi o con la cedola staccata; entrambe le soluzioni presentano però problemi: la prima, per il possesso non contestuale al pagamento; la seconda, per la rappresentanza all'assemblea per l'approvazione del bilancio e quindi dei dividendi da distribuire.

Diamo ora un breve cenno sul materiale meccanismo del trasferimento di titoli azionari. Nel caso di azioni al portatore (azioni di risparmio) il cedente consegna il titolo al cessionario che, con il possesso, ne assume i diritti. La titolarità dei diritti dovrà poi risultare da contratto, la cui forma è libera e come tale avrà diversa efficacia ai fini della prova. Nel caso di azioni nominative è necessaria una doppia annotazione del nuovo socio sul titolo e sul libro soci. Il trasferimento deve

risultare da atto pubblico o scrittura privata autenticata o anche dall'uso dei fissati bollati che però sono necessari unicamente ai fini fiscali. La girata sul titolo, da autenticare da parte di un notaio, agente di cambio o funzionario bancario, ha efficacia tra le parti e nei confronti di terzi, mentre nei riguardi della società il trasferimento si perfeziona soltanto dopo l'annotazione sul libro soci. In occasione di cessione a più acquirenti, i certificati azionari multipli dovranno ovviamente essere frazionati dopo il preventivo annullamento del titolo originario.

* * *

Concludiamo tale capitolo con la considerazione generale che le descritte modalità di intervento della banca d'affari sono solo quelle più comuni e convenzionali. Non è consigliabile peraltro ragionare con schemi fissi lasciando invece spazio alla fantasia degli operatori che dovranno tutelare l'investimento della finanziaria non con illusorie garanzie reali ma, nei casi complessi, con progressivi accertamenti del raggiungimento degli obiettivi preventivati. Si potrà così acquistare azioni gradualmente ad un prezzo prefissato o corrispondere un importo legato al verificarsi di determinati eventi (firma di importanti contratti, vendita di rami di azienda non produttivi e così via). È una scelta, in definitiva, intermedia di guadagno e rischio.

CAPITOLO V

I patti parasociali

Completate le fasi di individuazione dell'investimento e trovato un accordo sulle condizioni, si giunge alla delibera di intervento. L'ultimo argomento da trattare, prima dell'ingresso nella compagine sociale, sono gli accordi parasociali, che gettano le basi di un costruttivo rapporto tra soci. La loro reale consistenza è spesso discutibile tra i firmatari e priva di efficacia nei confronti di terzi come, ad esempio, nel caso di mancata prelazione, prevista negli accordi ma non sancita legalmente, che non può far recedere la vendita di azioni liberamente effettuata a dispetto dei patti. Essi rappresentano comunque l'attestazione esplicita delle motivazioni che hanno indotto la **merchant bank** a portare avanti il suo investimento. Sono perciò un tentativo di evitare spiacevoli equivoci attraverso la prova concreta che l'unione è fattibile.

Le valutazioni qualitative dell'analisi istruttoria, si rammenta, derivano anche da attenti esami della documentazione legale, amministrativa e fiscale sottostante la stesura degli accordi parasociali. I principali documenti esaminati sono i seguenti:

- statuto e atto costitutivo;
- certificato della Camera di Commercio;
- estratto notarile autentico del libro soci;
- verbali delle ultime assemblee straordinarie;
- regolamento degli eventuali prestiti obbligazionari;
- certificato di vigenza del Tribunale;
- estratto notarile autentico della delibera del Consiglio di Amministrazione circa i poteri;
- titoli di proprietà dei principali cespiti aziendali e relative polizze di assicurazione antincendio;
- situazioni ipotecarie e di privilegi;
- bilanci firmati con relativi dettagli e relazioni degli Organi sociali per gli ultimi tre esercizi;
- eventuali relazioni di certificazione;
- copie delle ultime tre dichiarazioni dei redditi e dell'eventuale contenzioso.

Esaminiamo ora lo schema tipico dei patti che possono essere redatti come scrittura privata registrabile in caso d'uso o anche come semplice scambio di lettere. Questo il contenuto dei principali articoli:

- 1) premessa, in cui si definiscono i contraenti, i relativi possessi azionari e la società in cui viene effettuato l'intervento. Quest'ultima può intervenire direttamente firmando il patto o, con lettera a parte, dichiararsi a conoscenza dello stesso impegnandosi a fare per esso quanto di propria competenza.
Si passa quindi a descrivere il gruppo in cui la società si inserisce (capitali sociali, attività) e lo scopo dell'intervento della **merchant bank** che, come noto, è quello di portare l'iniziativa in Borsa, chiarendo quanto sarà opportuno fare per agevolare tale obiettivo;
- 2) dichiarazione da parte dei soci originari di inesistenza di accordi o di vincoli incompatibili con i detti patti parasociali e impegno al rispetto di tale condizione, almeno fino all'ingresso in Borsa;
- 3) impegno dell'imprenditore o degli esponenti artefici del successo aziendale, al mantenimento del controllo societario e ciò in quanto la **merchant bank** è un socio finanziario che ha investito nelle persone su cui ha puntato;
- 4) definizione delle modalità di attuazione dell'intervento: acquisto diretto di azioni, aumento di capitale o forma mista. Nel primo caso il pagamento avviene alla firma dei patti con versamento in banca, fruttifero per i soci, ma vincolato all'adempimento di una serie di condizioni previste quali, principalmente, l'adozione del nuovo statuto proposto; allo svincolo avverrà anche il materiale trasferimento delle azioni. Nel caso di aumenti di capitale la **merchant bank** interverrà, dopo la firma dei patti, all'assemblea straordinaria in cui, presente il notaio, dichiarerà la propria intenzione di sottoscrivere versando il corrispettivo in banca, a favore della società e con il solito vincolo. Tra i predetti vincoli potrà sussistere, eventualmente, anche l'autorizzazione ad aumenti di capitale superiori a L.

- 10 miliardi (nominale più sovrapprezzo), nonché adeguamenti di capitale a titolo gratuito concordati per meglio sottolineare la “facciata esterna” dell'impresa;
- 5) il nuovo statuto che la società dovrà adottare e mantenere fino alla quotazione in Borsa, contempla principalmente l'inserimento del diritto di prelazione tra i soci tramite il quale viene regolamentata la libertà di trasferimenti della proprietà per evitare l'ingresso nella compagine di personaggi poco graditi e/o di concorrenti. I nuovi soci dovranno comunque siglare anch'essi l'accordo con la **merchant bank**. E inoltre richiesto nelle assemblee straordinarie una maggioranza qualificata, facendo intervenire parte delle minoranze per l'approvazione di sostanziali modifiche statutarie (ad esempio per il cambiamento dell'attività aziendale), per l'evento di liquidazione e per l'emissione di prestiti obbligazionari convertibili di entità rilevante;
 - 6) dichiarazione di veridicità della situazione patrimoniale-finanziaria esaminata qualora la si prenda quale base aggiornata al posto dell'ultimo bilancio, temporaneamente più lontano. Mancando elementi contabili aggiornati, è consigliabile una dichiarazione di inesistenza di fatti ed eventi (ad esempio distribuzioni di utili o riserve non concordate) che, possono aver negativamente influenzato la situazione, nell'intervallo di tempo tra l'ultimo bilancio e la firma del contratto;
 - 7) nel caso emergessero, nel corso dell'intervento della **merchant bank**, minusvalenze, sopravvenienze passive o perdite imputabili a fatti o circostanze anteriori alla data del patto parasociale ed a tale epoca non noti o comunque non portati a conoscenza, la **merchant bank** potrà richiedere la risoluzione anticipata del contratto ove detti fatti o eventi superino un ammontare prefissato computando però in sottrazione plusvalenze, sopravvenienze attive o proventi anch'essi antecedenti e non conosciuti; la motivazione di tale articolo risiede nel fatto che gli anzidetti eventi, pur in presenza di buona fede degli amministratori, non erano stati presi in considerazione nella valutazione dell'impresa e che potrebbero essere tali da incidere sullo stesso scopo dell'intervento e cioè quello di portare proficuamente in Borsa la società;
 - 8) impegno da parte della società di non acquistare o vendere partecipazioni ove tali operazioni possano incidere in modo sostanziale sulla operatività e redditività dell'impresa e, quindi, sul programma di quotazione; resta salvo il diritto dei soci originari di effettuare l'acquisto direttamente e/o tramite altra società, salvo comunque l'impegno di non concorrenza che vale in ogni caso;
 - 9) la società dovrà distribuire i massimi dividendi possibili, tenuto conto dei suoi programmi e delle sue necessità e ciò anche al fine di creare i presupposti per una buona operazione borsistica;
 - 10) impegno a far eleggere un rappresentante della **merchant bank** nel Consiglio di Amministrazione e/o nel Collegio Sindacale e a far trasmettere a tutti i soci, con frequenza semestrale, le situazioni patrimoniali della società nonché a consentire l'accesso alla documentazione sociale; ciò non solo per informativa ma anche per permettere ai soci di minoranza di svolgere una fattiva opera di consulenza direzionale e finanziaria;
 - 11) impegno a non consentire che la società rilasci in favore di terzi fideiussioni o altre forme di garanzia, al di sopra di un limite prefissato, che non siano nell'interesse immediato ed esclusivo della società;
 - 12) sempre nell'ottica di Borsa, sarà necessario che la società provveda o continui a far certificare i propri bilanci da revisori iscritti nell'albo Consob;
 - 13) per le stesse finalità, sarà opportuno concordare le principali notizie diffuse a mezzo di organi di stampa e radiotelevisivi ed apportare preventivamente sia all'accordo sia allo statuto tutte le modificazioni che si rendessero eventualmente necessarie per pilotare l'operazione borsistica;
 - 14) il *plafond* richiesto dalla Consob per la quotazione in Borsa verrà costituito con l'apporto del socio di maggioranza in modo da permettere alla **merchant bank** di mantenere anche successivamente la propria presenza al fine di contribuire al miglioramento dell'immagine

aziendale e di accompagnare il titolo in una regolare e costante crescita. Le pratiche istruttorie e preparatorie per ottenere l'ammissione in Borsa verranno affidate a prezzi non superiori a quelli di mercato alla **merchant bank**, che stabilirà il momento più opportuno per la presentazione della domanda alla Consob;

- 15) il patto parasociale avrà efficacia dalla sua sottoscrizione fino al momento dell'ammissione delle azioni della società in Borsa o fino a quando la partecipazione di minoranza della **merchant bank** sia a livelli significativi e comunque non oltre i cinque anni. Quando, per circostanze indipendenti da fatti e comportamenti delle parti, il programma di quotazione dovesse divenire irrealizzabile, i soci originari potranno, a loro facoltà, acquistare l'intera quota di minoranza precedentemente ceduta garantendo alla **merchant bank** un rendimento minimo dell'operazione tenendo conto di tutti i flussi finanziari (investimento, dividendi, eventuali ripianamenti per perdite, rimborsi di capitale o riserve);
- 16) nei casi in cui i soci originari non rispettino gli impegni assunti nel patto parasociale, la **merchant bank** potrà chiedere la risoluzione del contratto e, anche a titolo di risarcimento del danno, potrà obbligarli all'acquisto della sua intera partecipazione ad un prezzo pari a quello determinato dal Comitato degli Agenti di Cambio di Milano e comunque tale da assicurare un rendimento di mercato all'operazione;
- 17) alla fine è contemplata la clausola arbitrale che dovrà essere chiara e snella in modo da risolvere rapidamente ed equamente tutte le eventuali controversie che dovessero sorgere.

È opportuno sottolineare ancora che i patti parasociali sono null'altro che un utile chiarimento delle proprie reciproche intenzioni e che, nella prassi regolare, dovranno restare nei cassetti della **merchant bank** senza dover mai essere consultati nella gestione dei rapporti con la partecipata.

CAPITOLO VI

Il controllo di gestione e i prodotti finanziari innovativi

1. Le consulenze gestionali ed il ricorso agli incentivi per l'innovazione tecnologica

Una volta acquisita la partecipazione, la **merchant bank** dovrà iniziare il proprio impegnativo lavoro di preparazione dell'impresa per la presentazione in Borsa svolgendo un'attività di consulenza in parte gratuita, connessa al normale controllo di gestione, ed in parte a pagamento, con tariffe preferenziali, nei casi di particolari compiti affidatili dalle partecipate. Il controllo di gestione non va quindi inteso nel senso tradizionale di reperire dati informativi sull'investimento, fini a se stessi, costringendo le imprese ad impegnarsi per raccordare le loro esigenze interne con quelle dell'azionista: sarebbe estremamente riduttivo. Serve al contrario per avere un'informativa finalizzata allo svolgimento di un servizio nel comune interesse. La **merchant bank** deve infatti essere un "centro di conoscenza" cui l'impresa si rivolge per trovare una soluzione ai suoi problemi. L'operatore della finanziaria di partecipazioni è infatti un "critico industriale" esperto delle problematiche strategiche e d'alta direzione, comuni a tutte le imprese pur nella diversità del settore d'appartenenza. E altresì un conoscitore dell'ingegneria e dei mercati finanziari per cui, combinando gli effetti, è in grado di far combaciare le opposte esigenze delle diverse realtà.

Il primo compito quindi da svolgere nel controllo di gestione è di assistere l'imprenditore nelle scelte di sviluppo aziendale e dei mezzi organizzativi (personale, investimenti) con cui raggiungere gli obiettivi. Tra i mezzi da mettere a punto rientrano le riorganizzazioni degli assetti societari con relativi risvolti fiscali.

Definiti i principi, la concreta realizzazione verrà affidata a società di consulenza estremamente serie e professionali con una buona immagine sul mercato che interverranno su richiesta dell'impresa; tali unità satelliti saranno "garantite" dalla **merchant bank** che collaborerà con esse fornendo il proprio specifico apporto professionale. È scontato infatti che, essendo la finanziaria di partecipazioni impostata come uno snello studio professionale, non potrà da sola coprire tutte le esigenze specialistiche delle imprese con cui viene in contatto. In tale ottica si riveleranno particolarmente utili i servizi dell'eventuale gruppo a cui la **merchant bank** appartiene, purché competitivi.

In aggiunta alle predette consulenze direzionali, i **merchant bankers** dovranno fornire assistenza sia per i normali finanziamenti a breve e medio termine che per particolari interventi agevolati quali, principalmente, quelli nel campo dell'innovazione tecnologica tipico delle imprese di interesse della banca d'affari. Soffermiamoci un istante su questo capitolo di grossa attrazione per il potenziale *partner*.

La crescita limitata delle economie a partire dagli anni settanta ha generato, infatti, il bisogno di investimenti qualitativi per la ristrutturazione e riconversione degli apparati produttivi, così come in precedenza l'obiettivo fondamentale della politica industriale era stato quello di favorire l'aumento di potenzialità. In tale contesto l'innovazione tecnologica sia di prodotto sia di processo rappresenta l'arma vincente rendendo l'impresa competitiva in un mercato difficile, caratterizzato da una domanda sottodimensionata rispetto all'offerta.

L'innovazione è classificabile a secondo del livello:

- 1) elevata complessità (avanguardia): il progetto comporta un sensibile salto tecnologico con l'applicazione di una metodologia di processo del tutto nuova o con l'impegno di nuovi materiali o realizzando entrambe le eventualità;
- 2) media complessità (allineamento): nuovi prodotti o processi che sostituiscono altri preesistenti;
- 3) bassa complessità (inseguimento): miglioramento dei prodotti o dei processi in essere.

Le fasi in cui l'innovazione si consegue sono:

- 1) ricerca e sviluppo, che è la fase più importante;
- 2) realizzazione di prototipi o di impianti pilota;
- 3) progettazione su scala industriale;
- 4) commercializzazione.

In Italia la legge 46 del 1982 costituisce il quadro di riferimento per il sostegno finanziario dell'innovazione industriale. Per l'ottenimento degli incentivi bisogna o rivolgersi all'Istituto Mobiliare Italiano (fondo ricerca applicata) o direttamente al Ministero dell'Industria (fondo innovazione tecnologica). Entrambi i fondi richiedono la formulazione di “progetti” o di “programmi” dettagliatamente articolati; alle piccole e medie aziende e al Mezzogiorno (meno di 300 dipendenti e limitato capitale investito) è riservata una quota significativa degli stanziamenti. I soggetti ammissibili alle agevolazioni sono imprese industriali, consorzi, società e centri di ricerca che abbiano una stabile organizzazione in Italia e svolgano una ricerca da utilizzare prevalentemente in ambito nazionale. Caratteristica del fondo è la finanziabilità anche di costi talvolta immateriali, di norma spesi a conto economico quali quelli di:

- personale impiegato per la ricerca;
- addestramento;
- consulenze;
- attrezzature e strumentazione;
- materiali di consumo;
- energia;
- avviamento.

Dette spese si riferiscono alle fasi precedentemente descritte con particolare riferimento alle prime due (ricerca e sviluppo e realizzazione di prototipi). Con l'IMI sono finanziabili a tasso agevolato, fino ad un massimo del 90% dell'investimento, tutti gli oneri sostenuti a partire dalla data di domanda.

L'iter procedurale dell'Istituto è il seguente:

- 1) presentazione della domanda, con descrizione dettagliata del progetto da finanziare, con previsione analitica delle spese e dei risultati attesi;
- 2) l'IMI trasmette la pratica al Ministero della Ricerca per l'ammissione all'istruttoria (preselezione);
- 3) istruttoria dell'Istituto in caso di approvazione del Ministero della Ricerca;
- 4) delibera dell'Istituto propositiva per il Ministero;
- 5) delibera del Ministero;
- 6) stipula del contratto;
- 7) erogazione dell'IMI a stati d'avanzamento.

Seguendo, invece, la procedura del Ministero dell'Industria:

- 1) presentazione della domanda e parere di un esperto a livello universitario;
- 2) istruttoria a tavolino;
- 3) approvazione del Comitato Tecnico del Ministero;
- 4) approvazione del CIPI;
- 5) stipula del contratto;
- 6) erogazione.

Con la seconda procedura sono finanziabili anche le spese risalenti al biennio antecedente la domanda, purché lo stato d'avanzamento del progetto sia inferiore al 40%. Il finanziamento agevolato copre da un minimo del 35% ad un massimo del 55% delle spese a seconda del grado di innovazione del progetto. La restante parte può essere finanziata con fondi BEI.

Per progetti di particolare rilevanza è altresì possibile ottenere un contributo a fondo perduto (40 + 60%).

2. Mergers and acquisition, leveraged buy outs

Uno dei compiti comunemente affidato alla **merchant bank** è quello della assistenza delle partecipate nelle acquisizioni di altre imprese o cessioni di rami di azienda. Sono questi i casi che nella terminologia inglese vengono chiamati *mergers and acquisitions* e *leveraged buy outs*.

Nel primo esempio (*merger*), le due società si fondono dando vita ad una terza società perdendo quindi la loro identità giuridica, mentre nel secondo (*acquisition*) avviene una incorporazione in cui

l'incorporante, per motivazioni varie, mantiene la propria identità. Le opportunità fiscali al riguardo sono molteplici: oltre alla già esaminata possibilità di rivalutare cespiti, c'è quella di portare in deduzione dell'imponibile le eventuali perdite pregresse fino a concorrenza del capitale netto, diminuito dei conferimenti in conto aumento capitale sociale effettuati nei diciotto mesi antecedenti (legge n. 487 dell'8/8/86).

Il *leveraged* è invece una tecnica che consiste nell'acquisizione di una azienda o ramo di azienda che lasci l'entità operativa in oggetto con un rapporto debiti/mezzi propri superiore al livello originario. Si fa leva in tal modo sulla capacità di credito dell'unità da acquisire per finanziare almeno in parte la transazione. L'operazione viene realizzata secondo due schemi principali:

- *cash merger*, in cui viene costituita una società finanziaria che si indebita per rendere possibile l'acquisizione della società oggetto di *buy out*. La conseguente fusione per incorporazione permette di trasferire l'indebitamento sulla situazione consolidata;
- *asset for cash*, in cui la nuova società, indebitandosi, provvede all'acquisizione dei soli cespiti aziendali oggetto di *buy out*. L'entità legale della cedente continua a sopravvivere fino alla liquidazione delle residue attività e passività.

Il primo meccanismo, (incorporazione) comporta il pieno passaggio delle responsabilità fiscali e societarie relative alla vecchia gestione ma è fiscalmente conveniente in presenza di perdite pregresse.

Quando l'acquisto è effettuato dal *management* aziendale allora si avrà il cosiddetto *management buy out*.

Per il finanziamento o concorso in tali operazioni si dovrà prestare la massima attenzione alla capacità prospettica di reddito del ramo o dell'azienda in oggetto condotta dai nuovi proprietari.

3. Il capital market

Vediamo ora i principali prodotti attualmente offerti dal mercato finanziario.

Uno strumento importato dagli USA, che sta avendo un certo spazio nel nostro Paese, sempre al fine di mettere in contatto diretto il pubblico con le imprese, è la "polizza di credito commerciale" (*commercial paper*) che è un documento emesso da un'azienda con scadenza a breve ma rinnovabile. Detta carta, generalmente di importo elevato, viene messa in commercio da un negoziatore (*dealer*) con un procedimento simile allo sconto (attualizzazione del valore nominale in base al tasso d'interesse e allo standing dell'emittente). L'emittente deve essere conosciuto ed affidabile (*rating*) o, in mancanza, si deve procurare una garanzia fideiussoria sotto forma di lettera di credito per il compratore. L'importo elevato e la garanzia rendono tale strumento appannaggio soprattutto delle grosse aziende.

Attualmente lo strumento finanziario ha suscitato un discreto interesse in Italia perché ancora non inquadrato fiscalmente, essendo in attesa dell'approvazione del disegno di legge n. 1372 del 1985 Fiocchi-D'Onofrio. Al verificarsi di tale evento e tenuto conto che in Italia è molto diversa dagli USA sia la struttura emittente (aziende medie, che sono le più numerose) sia i sottoscrittori (solo recentemente sono comparsi i fondi), si ritiene che la "polizza di credito commerciale" debba attestarsi su un ruolo marginale nel mercato finanziario.

Uno strumento, anch'esso nuovo ma molto più interessante è lo scambio (*swap*) cioè la transazione finanziaria in base alla quale le parti si accordano per scambiarsi dei flussi di pagamento. Esso può riguardare il capitale (*currency swaps*) o gli interessi (*interest rate swaps*). Nel primo caso le parti si scambiano inizialmente, pur restandone titolari, due debiti o crediti in diverse valute per un pari ammontare ad un cambio fissato e periodicamente un interesse, diverso a seconda della divisa, o perché dovuto (debito) o per compensare le variazioni di cambio (credito); alla fine avverrà uno scambio opposto di capitale (restituzione), così che ciascuna parte avrà ripristinato la propria situazione originaria.

I vantaggi dell'operazione derivano dalla possibilità di accedere a finanziamenti con una valuta desiderata attraverso un'altra "divisa", sia al fine di soddisfare proprie esigenze in presenza di

difficoltà d'accesso per norme valutarie o per eccessiva esposizione, sia per ridurre i rischi di cambio.

Il *domestic swap* è un particolare *currency* effettuato tra soggetti residenti, un esportatore ed un importatore, che hanno esigenze opposte nella stessa divisa e che non le possono soddisfare con uno scambio puro e semplice di posizioni per la vigente normativa valutaria. L'esportatore, creditore in quella data valuta, allora s'indebita in lire indicizzate con la variazione di cambio e con l'interesse di quella data valuta, mentre l'importatore, debitore sempre nella stessa "divisa", s'indebita in lire normali di un pari ammontare e a pari scadenza. Avviene pertanto lo scambio in lire senza ostacoli di norme valutarie con il solito iniziale e temporaneo passaggio reciproco di capitali e dei flussi e il ripristino alla fine delle proprie posizioni.

Nell'*interest rate swaps* le due parti si accordano per scambiarsi i pagamenti per interessi di due debiti di pari importo di cui ognuno rimane al solito titolare. Può avvenire che: uno dei prestiti sia a tasso fisso e l'altro variabile (*coupon swaps*), entrambi siano a tasso variabile ma con diversa indicizzazione (*basis swaps*), lo scambio riguardi sia la valuta sia il tasso d'interesse (*cross currency interest rate swaps*). Lo *swap* trova la sua giustificazione nel fatto che esistono società di diverso *rating* e quindi con diversa capacità di credito. l'incontro fra le necessità delle due imprese è favorito dall'opera di un intermediario che viene compensato da commissioni.

La prima cosa da affrontare è il calcolo di convenienza che è dato dalla differenza tra il vantaggio dell'impresa a *standing* peggiore e lo svantaggio di quella a *standing* migliore; se tale differenza è positiva, essa verrà divisa tra i contraenti e la **merchant bank**.

Sia ad esempio la società A quella più qualificata che desideri un finanziamento a tasso variabile e B quella meno qualificata che voglia un finanziamento a tasso fisso. La società B avrà peggiori condizioni di tassi sia sul fisso sia sul variabile e, verificata la predetta regola iniziale, prenderà il variabile che passerà ad A tramite l'intermediario dei flussi finanziari, ad un costo inferiore a quello che avrebbe potuto prendere direttamente A dal mercato avendo a disposizione parte del vantaggio di B.

Il rischio delle operazioni di scambio, non soggette ad IVA ad eccezione della commissione d'intermediazione è molto limitato ma non è sempre facile trovare controparti.

Un recentissimo nuovo prodotto finanziario, in qualche modo vicino all'*interest rate swap* è rappresentato dal *collar* che fissa una banda di oscillazione (*cap and floor*) tra i tassi di interessi concordata da due parti con esigenze e aspettative opposte.

Un altro strumento statunitense, che però non sta incontrando molto successo in Italia anche per problemi di normativa valutaria, è l'*option* cioè l'opzione che dà contrattualmente il diritto (non quindi l'obbligo) di acquistare o vendere una valuta ad una data scadenza e ad un dato prezzo pagando un certo premio. Tale strumento, particolarmente utile per coprirsi dai rischi di cambio, può essere adottato anche in altri campi quali ad esempio quello dei titoli di Stato.

* * *

Vediamo ora i prestiti sindacati che rappresentano un'importante attività finanziaria svolta dalle **merchant banks**.

I più comuni sono: lo *stand-by*, l'*ever green*, la *bid line*, la *swing line*, l'*umbrella facility*, il *project financing*.

Lo *stand-by* è un'operazione, per lo più a medio termine, mediante la quale un gruppo di finanziarie e di banche, di cui una capofila, mette proquota a disposizione una linea di credito di importo predeterminato con facoltà di utilizzo ripetuta nel tempo anche per importi parziali e con preavviso di alcuni giorni. La facoltà di rimborso anticipato non è normalmente prevista; i tassi sono posticipati e indicizzati al *prime rate* o alla lira interbancaria "lettera" o al tasso di sconto; è possibile rinnovare l'utilizzo parzialmente o totalmente per una durata eguale o diversa. È contemplata una ridotta commissione (0,25 + 0,50%) per il mancato utilizzo della linea di credito messa a disposizione. Il contratto è soggetto all'imposta sostitutiva (2%) solo se di durata superiore ai 18 mesi.

Rispetto ai mutui ordinari, lo stand-by è meno rigido e quindi maggiormente adattabile alle esigenze aziendali, spesso variabili nel tempo.

La linea “sempreverde” (*evergreen*) è invece un credito valido fino alla revoca che deve essere comunicata con un preavviso di gran lunga superiore (12 +15 mesi) a quello del normale scoperto di conto corrente. Non ha quindi scadenza prefissata, può essere utilizzata parzialmente o totalmente più volte da parte dell'impresa anche dopo periodi di mancato utilizzo. Ha un tasso d'interesse rivedibile per lo più ogni tre mesi ed ancorato tipicamente alla lira interbancaria tre mesi “lettera” (o al *prime rate* ABI) ed il rimborso avviene alla fine del periodo d'utilizzo in unica soluzione. Per la suddetta caratteristica ha minore inerzia rispetto ai mutui a tasso variabile nell'adeguarsi al cambiamento dei tassi di mercato.

Nell'*evergreen* ciascun istituto finanziatore potrà unilateralmente recedere dall'accordo, sempre con opportuno e lungo preavviso.

Fra i motivi della buona accoglienza della formula da parte del mercato c'è la convenienza fiscale rispetto ai prestiti a medio termine essendo crediti a revoca e come tali non soggetti all'imposta sostitutiva.

In definitiva il credito “sempreverde” è uno strumento consolidato (si riclassifica tra i debiti a medio termine), flessibile e fiscalmente conveniente che, tra l'altro, permette alla società di essere conosciuta da banche e finanziarie di altri Paesi incluse nel consorzio della capofila.

La *bid line* è un'evoluzione delle precedenti formule nel senso più favorevole al debitore. Questo, infatti, utilizza periodicamente una linea di credito minima predeterminata con la facoltà di effettuare utilizzi superiori in funzione delle offerte (*bid*) ricevute. Il debitore, in definitiva, mette in concorrenza le banche tra di loro fino al punto limite in cui ne può escludere qualcuna a propria scelta. I recessi sono possibili ma con periodi di preavviso per i creditori superiori rispetto a quelli previsti per il debitore.

La *swing line* è un credito *evergreen* “oscillante” per tutto un gruppo di imprese nell'ambito di un unico massimale.

La *umbrella facility* è una *swing line* concessa ad una multinazionale e quindi con facoltà di utilizzo della linea di credito anche in vari Paesi ed in varie valute.

Il *project financing* è il finanziamento comunemente utilizzato per la realizzazione di opere *capital-intensive*. Il *pool* creditore basa le proprie decisioni d'intervento unicamente sull'esame dei flussi di cassa e delle capacità di reddito dell'unità economica da realizzare come fonte della restituzione del prestito. L'unica garanzia è cioè costituita dal successo dell'iniziativa.

La presentazione in Borsa

1. I mercati di Borsa

I mercati di Borsa sono:

- 1) il mercato ufficiale che è soggetto ad una accurata regolamentazione di legge e si svolge sotto il controllo della CONSOB in determinate sedi ed in appositi locali, osservando orari prefissati e con l'intermediazione esclusiva degli agenti di cambio; alla chiusura delle operazioni viene compilato un listino che riporta i prezzi, dei titoli quotati.

Il mercato ufficiale si distingue a sua volta in due parti:

- *mercato principale*, le cui contrattazioni di titoli ammessi secondo caratteristiche che verranno successivamente ed ampiamente esaminate, si svolgono ogni giorno, per contanti e a termine, utilizzando una specifica organizzazione ed osservando una serie di regole; è quello che dà maggior prestigio con particolare riferimento a Milano;
- *mercato ristretto*, chiamato "*mercantino*", che fino a poco fa si teneva solo un giorno alla settimana negli stessi locali in cui si svolge il mercato principale; in tale ambito venivano trattate, solo per contanti, azioni di società che vi sono state ammesse o per ufficio da parte della CONSOB, decisione legata alla solidità, redditività e diffusione delle azioni, o per richiesta, sempre alla CONSOB, avendo la società un Patrimonio Netto non inferiore a L. 1.000 mil., i bilanci in utile da almeno due anni e le azioni diffuse tra il pubblico per almeno il 20%, requisiti questi essenziali.

Le funzioni del mercato ristretto sono principalmente le seguenti:

- a) *acclimatazione*: rappresenta la fase preparatoria per la successiva quotazione al mercato ufficiale; è una specie di banco di prova per accertare le reazioni dei risparmiatori verso un dato titolo e valutare il punto di incontro tra domanda e offerta. Vi è però da osservare che tale funzione è oggi piuttosto ridotta, dato che i titoli quotati sono solo poche decine e molti di essi sono stati emessi da banche locali che hanno uno scarso interesse alla quotazione sul mercato principale; la funzione di acclimatazione è stata invece svolta, pur con tutti i suoi limiti, dal mercato non ufficiale (il così detto terzo mercato);
- b) *riferimento*: gli organi di controllo della Borsa possono, attraverso il mercato ristretto, riconoscere i titoli "abituamente e largamente negoziati" per ammetterli d'ufficio alla quotazione ufficiale, come previsto dalla legge: anche tale funzione è rimasta in ombra;
- c) *finanziamento*: è un canale importante attraverso il quale le Società possono, con maggiore facilità, collocare aumenti di capitale ed allargare la base azionaria. Tale funzione non è comunque peculiare del mercato ristretto in quanto può essere conseguita in molteplici altri modi, tra cui il "merchant banking".

Limite alla funzionalità del mercato era il fatto che come detto, le contrattazioni erano consentite solo una volta alla settimana (tranne per quei titoli quotati in tutti i ristretti). Soprattutto in fase di forti oscillazioni dei corsi, questa caratteristica era un vincolo troppo rigido per essere accettato dagli operatori. Da una riunione all'altra vi potevano essere clamorosi rialzi o enormi ribassi, dovuti al semplice motivo tecnico dell'accumulo di ordini di acquisto o di vendita che non avevano trovato sfogo giorno per giorno.

Molti osservatori, lamentando questo handicap hanno spinto per una riforma del ristretto. Così come era infatti, il mercantino era praticamente "imbalsamato" e per lo più identificato come la Borsa delle banche popolari. E invece al listino di Milano (il più completo) sono presenti anche banche ordinarie, compagnie di assicurazione e società industriali o finanziarie.

La riforma del ristretto, varata recentissimamente ridarà a tale mercato le funzioni originarie ribattezzandolo "secondo mercato" allo scopo di favorire l'accesso al listino delle piccole e medie aziende. Potrà rappresentare inoltre un parcheggio per le società sospese in attesa del ripristino delle condizioni di ammissione al mercato principale. La riforma contempla:

- una quotidianità nelle contrattazioni con inizio alle 9,30;
 - una liquidazione ogni dieci giorni (“contante a giorni”) invece che per contanti con snellimento del lavoro;
 - una procedura istruttoria per un'ammissione molto snella; basterà un flottante del 10%, fermo restando un patrimonio netto non inferiore a L. 1. 000 ml., e il bilancio del solo ultimo esercizio in utile.
 - una semplificazione delle procedure burocratiche. L'istruttoria preliminare viene difatti delegata a nuovi comitati composti da due membri del Comitato direttivo degli Agenti di Cambio e rappresentanti di banche, commissionarie e Camere di Commercio; più semplice e sintetico l'avviso da pubblicare sui quotidiani. Un gruppo d'intervento avrà inoltre potere di sospendere i titoli dal listino. Quando la legge stabilirà la libera circolazione dei titoli delle banche popolari, abolirà gli attuali limiti di possesso (30.000 azioni) e le clausole di gradimento, tali titoli diverranno di piena parità con gli altri a vantaggio del mercato. In definitiva, il nuovo “secondo mercato” ricerca condizioni operative migliori con la mira di inglobare il terzo mercato.
- 2) Quest'ultimo, non ufficiale, detto anche *fuori Borsa*, è esente da regolamentazioni e comprende le operazioni in titoli che avvengono fuori dai due settori disciplinati dalla legge; esso non dà luogo alla compilazione di listini, ed i prezzi, pubblicati dai quotidiani economici, sono puramente informativi; le contrattazioni risultano però effettuate da agenti di cambio.
- Per chi acquista detti titoli, non ancora ammessi alla quotazione ufficiale, esiste un alto grado di rischio essendo i prezzi che si formano tutt'altro che trasparenti e non essendo note le quantità scambiate.

2. Gli organi di Borsa

La CONSOB è l'organo pubblico a cui è affidato il compito di attuare il controllo in materia di operatività delle Borse Valori e di regolare lo svolgimento delle negoziazioni.

Al fine di assicurare trasparenza al mercato, correttezza di comportamenti e una miglior tutela del pubblico risparmio, il legislatore le ha attribuito molteplici funzioni di vigilanza sulle società e sulla Borsa.

La Commissione è composta da un presidente e quattro membri, scelti fra persone di specifica e comprovata competenza: le deliberazioni sono adottate collegialmente a maggioranza dei votanti, salvo i casi in cui la legge prescriba maggioranze qualificate.

La CONSOB ha competenza generale in tema di organizzazione, funzionamento delle Borse Valori e ammissione dei titoli alla quotazione:

- dispone l'inserimento d'ufficio di titoli abitualmente e largamente negoziati emessi da società o enti che ne abbiano i requisiti;
- determina i requisiti per l'ammissione alla quotazione di Borsa;
- stabilisce il calendario di Borsa;
- determina i tipi di contratto ammessi, i sistemi di quotazione, le modalità di accertamento dei prezzi e di formazione del listino, le tariffe di mediazione, gli importi minimi negoziabili;
- accerta la regolarità e i modi di finanziamento delle operazioni effettuate dai soggetti che operano in Borsa o esercitano attività di intermediazione;
- ha ulteriori poteri in materia di comunicazione periodica di informazioni provenienti dagli operatori e dalle aziende quotate (prescrizioni di bilanci consolidati di gruppo, relazioni semestrali, ecc.);
- controlla in generale il funzionamento delle singole Borse, anche eseguendo ispezioni.

Alla vigilanza centrale della CONSOB si affianca quella locale, esercitata da alcuni organi che hanno specifiche competenze ed ai quali la Commissione può delegare l'esercizio di alcune funzioni.

Alla Camera di Commercio è affidata la gestione e l'amministrazione della Borsa, la conservazione negli archivi degli atti e consuetudini, il rilascio di tessere personali per l'ingresso nei locali della Borsa.

La Deputazione di Borsa, nominata annualmente dal Ministero per il Tesoro su proposta della CONSOB, è composta da 3 a 7 membri. Comunica alla CONSOB tutte le insolvenze, tiene l'Albo degli esclusi della Borsa, svolge funzioni arbitrali per l'amichevole componimento di eventuali controversie relative allo svolgimento del lavoro di Borsa.

Il Comitato Direttivo degli agenti di cambio è un organo collegiale, composto da 4 a 8 agenti di cambio, eletti per 2 anni dall'assemblea degli stessi. Ha funzioni arbitrali, provvede alla liquidazione immediata delle insolvenze accertate e alla liquidazione coattiva dei contratti di Borsa, comunica giornalmente le quotazioni, rilascia il certificato peritale attestante il valore venale di un titolo in un determinato momento.

3. Gli intermediari di Borsa

Gli intermediari di Borsa sono:

- 1) gli agenti di cambio che sono pubblici ufficiali che svolgono, in regime di monopolio, attività di mediazione sul mercato ufficiale dei titoli.

Essi operano in nome proprio ma per esclusivo conto della clientela: è infatti loro vietato di compiere operazioni per conto proprio.

I contratti conclusi con la loro mediazione sono assistiti dal privilegio della liquidazione coattiva ed in base ad essi è formato il listino ufficiale.

Gli agenti di cambio possono autenticare le sottoscrizioni in operazioni di trasferimento dei titoli pubblici nonché le girate apposte sui titoli azionari.

A tali compiti si accompagnano particolari obblighi:

- esercitare effettivamente la professione;
- comunicare al Comitato Direttivo le operazioni concluse;
- versare idonea cauzione.

Per la propria attività ogni Agente di Cambio può avvalersi di collaboratori loro rappresentanti, chiamati "procuratori alle grida".

Non sempre peraltro la clientela entra in contatto con tali operatori per concludere le proprie operazioni in titoli: sovente si rivolge ad altri intermediari quali le commissionarie e le banche che devono però appoggiarsi sugli agenti di cambio per la compravendita dei titoli sui mercati ufficiali;

- 2) banche e commissionarie di Borsa che sono intermediari che operano non soltanto per conto della clientela ma anche per conto proprio con un limitato costo d'intermediazione. Esse possono stipulare contratti di Borsa compensando gli ordini rappresentando loro stessi la controparte del mandante facendo capo agli Agenti di Cambio solo per le differenze. Rispetto agli Agenti non hanno, come detto, la possibilità di negoziare "alle grida" (entro il recinto di Borsa), ma offrono servizi come la gestione di portafoglio e possono assicurare l'anonimato della propria clientela intervenendo a nome proprio per conto di terzi;
- 3) i *remisiers*, procuratori di ordini, che raccolgono semplicemente incarichi da una determinata cerchia di persone per passarne l'esecuzione ad uno o più commissionarie od agenti di cambio, senza spendere il proprio nome e senza instaurare rapporti d'affari con le controparti. Sono una figura modesta di intermediari;
- 4) i fondi d'investimento, sorti recentemente, che hanno già raggiunto un peso di tutto rilievo tra gli intermediari di Borsa. Essi possono considerarsi come un consorzio tra risparmiatori articolato in una società di gestione, che si appoggia ad uno o più organismi bancari per i movimenti di denaro relativi alla compravendita di titoli, ed in una società di distribuzione per il collocamento delle quote, il cui valore è pari a quello dei titoli detenuti più la liquidità del fondo.

4. Qualche informazione sui meccanismi e sulla terminologia di Borsa

La **merchant bank**, pur non essendo un “giocatore” professionista di Borsa, ne deve certamente conoscere i meccanismi per poter svolgere al meglio il proprio compito di scegliere matricole appetibili sul mercato.

Partiamo dalla terminologia minima indispensabile e dai tipi fondamentali di operazioni:

- al meglio: è un ordine di acquisto, o vendita eseguito ad ogni costo. È un modo di operare poco professionale o che rivela, nel caso di vendita, una tensione di liquidità;
- *allo scoperto*: significa vendere titoli che non si posseggono e su cui bisognerà “coprirsi” prima della consegna;
- *arbitraggio*: è il lucrare sulle differenze di prezzo che possono verificarsi sullo stesso titolo su piazze diverse;
- *denaro*: quando la domanda è insistente; il contrario è la “lettera” in cui prevalgono i venditori;
- *mosconata*: è un'operazione speculativa condotta in tempo rapidissimo (anche nello spazio di una sola seduta di Borsa);
- *spezzatura*: quantitativo inferiore al minimo negoziabile;
- *tel quel*: è il valore di un titolo a reddito fisso che comprende gli interessi maturati;
- *borsino*: è l'ufficio di Borsa delle banche ove si segue il listino, si raccolgono gli ordini e si trasmettono in Borsa le differenze non compensate;
- *cassettista*: è l'opposto dello speculatore, cioè chi compra titoli per investimento e pertanto li detiene a lungo;
- *corbetlle*: recinto di Borsa ove possono accedere solo gli agenti di cambio;
- *parco buoi*: settore riservato ai visitatori;
- *durante*: periodo che intercorre tra le chiamate di apertura dei titoli e quelle di chiusura;
- *dopo borsa*: trattazioni del pomeriggio nelle banche e commissionarie;
- *dopo listino*: sono i prezzi rilevati dopo la chiamata finale di un titolo ma prima della conclusione della seduta;
- *ribassista*: chi vende in attesa di un calo del listino per poi ricomprare. È il contrario di *rialzista*;
- *titoli guida*: (*blue chips*): azioni a largo flottante che incidono sostanzialmente nel calcolo dell'indice del mercato;
- *junk bond*: (*titoli pattumiera*): azioni ad alto rischio;
- *corso*: prezzo, quotazione;
- *risposta premi*: il giorno in cui vengono definiti i contratti a premi stipulati nel corso del mese borsistico;
- *riporti*: è il giorno in cui si conclude il mese di Borsa: è cioè l'ultimo giorno valido per le contrattazioni dei titoli con liquidazione nello stesso mese borsistico; in tale giorno si possono “riportare” le posizioni del mese in corso e quello successivo;
- *compensi*: è il giorno dopo quello dei riporti in cui si inizia il nuovo ciclo: i prezzi di “compenso” servono da riferimento statistico;
- *premio dont*: il compratore si impegna ad acquistare una partita di titoli pagando il prezzo base di mercato maggiorato di un sovrapprezzo (premio) con la clausola che, alla scadenza del fissato periodo borsistico, potrà scegliere se ritirare i titoli o no pagando in tale ultimo caso solo il premio;
- *premio stellage*: come il precedente è un contratto a termine in base al quale il compratore avrà due possibilità: ritirare i titoli pagando il prezzo base iniziale più il premio o consegnare la stessa quantità di titoli incassando il prezzo base meno il premio; la convenienza di tale metodo è quella di contenere il rischio nei

- *strip e strap*: periodi di forti oscillazioni dei titoli;
nel primo caso il compratore si riserva di ritirare i titoli al prezzo base più il premio oppure di consegnarne il doppio al prezzo base meno il premio. Nello *strap* la consegna facoltativa è della metà dei titoli al prezzo base meno il doppio del premio;
- *coefficiente beta*: esprime il grado di rischio sistematico di un titolo misurando l'intensità con il quale esso reagisce a variazioni al rialzo o al ribasso dell'indice generale di Borsa (beta maggiore di 1 significa che il titolo amplifica la tendenza del mercato e viceversa).

5. I requisiti richiesti per la quotazione e i relativi costi

Vediamo ora i requisiti richiesti per l'ammissione alla quotazione (Delibera CONSOB 19/12/1984 n. 1622) per gli emittenti e per i titoli azionari.

1) Requisiti richiesti agli emittenti

- Patrimonio netto:

non inferiore a L. 10 Mld.; tale limite va elevato a L. 50 Mld. Per le società o enti che svolgono attività bancaria o assicurativa.

L'ammissione alla quotazione può essere concessa anche in presenza di un patrimonio netto inferiore a L.10 Mld. Qualora, in base alle circostanze del caso, la CONSOB ritenga che sia "adeguato alle esigenze di un regolare svolgimento del mercato". L'intento di tale deroga è di favorire, per quanto possibile, l'accesso alla Borsa di società di minori dimensioni.

- Bilanci degli ultimi tre esercizi in utile.

La CONSOB può ritenere sufficiente un numero inferiore di bilanci in utile qualora si tratti di società o enti di recente costituzione o di società od enti che abbiano subito modificazioni nella struttura patrimoniale e finanziaria, tali da non rendere significativo il riferimento a bilanci di precedenti esercizi.

- Certificazione dell'ultimo bilancio (Stato Patrimoniale e Conto Economico) da parte di società di revisione iscritta all'Albo CONSOB.

La CONSOB può ritenere sufficiente l'avvenuta certificazione del solo Stato patrimoniale relativo all'ultimo esercizio. Lo scopo di tale deroga è quello di incentivare il rapido allargamento del mercato ufficiale. Infatti, nella prassi delle società di revisione, il rilascio di una certificazione riferita all'intero bilancio è, di solito, subordinata alla circostanza che l'attività di revisione si sia già avviata nell'esercizio precedente, con conseguente dilatazione dell'arco temporale che intercorre tra il momento in cui emerge l'intento della società di accedere alla Borsa Valori e il momento in cui potrà avviare la procedura di ammissione.

2) Requisiti richiesti per i "titoli azionari".

- Libera trasferibilità

Non è possibile l'ammissione alle quotazioni in presenza di clausole di gradimento o di clausole che stabiliscono diritti di prelazione nel caso di trasferimenti azionari. Non esistono deroghe al riguardo.

- Sufficiente distribuzione dei titoli (flottante).

Tale condizione si presume realizzata quando i titoli siano ripartiti tra il pubblico per almeno il 25% delle singole categorie di appartenenza (non sempre pertanto corrisponderà al 25% del capitale sociale).

La CONSOB può ritenere realizzata la sufficiente distribuzione anche con una percentuale più limitata.

L'ammissione dei titoli obbligazionari alla quotazione è subordinata, a meno di deroghe, alla duplice condizione che:

- a) l'ammontare residuo del prestito non sia inferiore a 10 mld;
- b) che sussista una sufficiente diffusione dei titoli (25% dell'ammontare del prestito).
circa le obbligazioni convertibili il regolamento subordina la quotazione alla condizione che

anche le azioni di cui è prevista l'attribuzione siano precedentemente o contestualmente ammesse al classamento.

Stimiamo ora i costi relativi alla quotazione.

Gli oneri che la società deve sostenere al fine di ottenere l'ammissione (oneri iniziali) variano tra il 3% e a 6% del valore dei titoli collocati in relazione principalmente al valore (inversamente proporzionale) e al tipo di consorzio scelto (di cui si parlerà successivamente). Essi comprendono:

- imposta di registro (in caso di Offerta di Pubblica Sottoscrizione);
- costi notarili, societari e legali di fattibilità dell'operazione;
- costo della stampa dei certificati azionari;
- costo del certificato peritale;
- commissione di collocamento;
- costo per la stampa del prospetto informativo (fascicolo);
- costo dell'avviso di avvenuta presentazione della domanda di ammissione alla quotazione;
- costo della pubblicazione sui quotidiani di un prospetto contenente dati e notizie sulla società.

Gli oneri relativi alla permanenza dei titoli alla quotazione (oneri ricorrenti) sono inoltre:

- tasse camerali dovute alla Camera di Commercio;
- costi del servizio titoli;
- costi della certificazione del bilancio;
- costi per l'eventuale sostegno del corso dei titoli;
- costi relativi all'informazione societaria.

Non è possibile standardizzare tutte queste spese, iniziali e ricorrenti, a causa dell'eterogenea casistica che si pone. Si può peraltro affermare che l'importo complessivo è di un certo rilievo anche se, nell'ambito della scelta strategica che la quotazione significa, tali costi non devono essere intesi come qualcosa di improduttivo, bensì come un investimento che potrà portare positivi ritorni alla società e al suo gruppo di controllo.

6. La procedura e la tempistica per l'ammissione in Borsa

Le fasi da affrontare per la quotazione ufficiale possono così riassumersi:

- 1) il Consiglio di Amministrazione deve definire i termini, le modalità dell'operazione e la conseguente convocazione dell'Assemblea affinché prenda le necessarie deliberazioni. Dalla delibera del Consiglio alla data fissata per tenere l'Assemblea deve trascorrere indicativamente un mese, tempo necessario per la pubblicazione della convocazione di Assemblea sulla Gazzetta Ufficiale;
- 2) l'Assemblea dei soci deve riunirsi in sede ordinaria per deliberare:
 - a) la presentazione della richiesta di ammissione alla quotazione ufficiale;
 - b) il conferimento dell'incarico di certificazione; eventualmente, in sede straordinaria nell'ipotesi di:
 - a') aumento di capitale qualora si intenda procedere attraverso una offerta di pubblica sottoscrizione (OPS);
 - b') emissione di obbligazioni nel caso si voglia emettere un prestito convertibile da quotare;
 - c') modificazioni statutarie qualora lo statuto vigente costituisca un impedimento alla quotazione dei titoli (clausole di gradimento e diritto di prelazione);
- 3) qualora l'Assemblea abbia deliberato anche in sede straordinaria, il relativo verbale, con allegate le eventuali autorizzazioni richieste, deve essere omologato ed iscritto presso il competente Tribunale.
L'omologazione richiede, indicativamente, almeno 30 gg. (più il tempo necessario per la eventuale autorizzazione ministeriale di cui al punto successivo);
- 4) se è stato deliberato un aumento di capitale non gratuito e/o l'emissione di un prestito obbligazionario d'importo complessivo superiore a L. 10 miliardi. (nominale più

sovrapprezzo), prima dell'omologazione della relativa delibera occorre ottenere, come detto, l'autorizzazione del Ministero del Tesoro, sentita la Banca d'Italia.

- 5) prima di dare inizio alle operazioni bisogna comunicare il programma di collocamento alla CONSOB, con motivata istanza, allegando alla stessa:
- a) il bando dell'offerta indicante le condizioni e modalità per la sottoscrizione delle azioni da parte del pubblico.

Il flottante può essere creato attraverso:

- un'offerta pubblica di vendita da parte degli azionisti di azioni già emesse (OPV) e di sottoscrizione di un aumento di capitale appositamente deliberato (OPS);

- un collocamento privato;

- un'offerta pubblica in Borsa che la CONSOB è in procinto di disciplinare;

b) le caratteristiche e la composizione del consorzio di collocamento, nonché il testo del contratto stipulato tra la società ed il consorzio medesimo;

c) un prospetto informativo sulla società, redatto sulla base dello schema previsto per il prospetto da depositare ai fini della richiesta di ammissione alla quotazione.

È prassi che il prospetto informativo venga prima sottoposto informalmente ai funzionari della CONSOB per verificare che il testo sia conforme alle direttive, provvedendo poi al suo deposito formale in una stesura dattiloscritta e firmata in tutte le pagine (compresi gli allegati) dai soggetti interessati (la società e la direzione del consorzio di collocamento per conto di tutti i partecipanti). Il formale benestare della CONSOB deve avvenire nei 20 giorni previsti, periodo in cui l'organo di controllo della Borsa ha la possibilità di richiedere modifiche e/o integrazioni del prospetto e del bando di offerta di cui al punto a). Qualora non si esprima, vale il principio del silenzio assenso;

d) attestazione che il consorzio di collocamento (soprattutto se ne fanno parte le banche) abbia ottenuto la prescritta autorizzazione della Banca d'Italia ai sensi dell'art. 45 della legge bancaria: tale autorizzazione non richiede l'espletamento di una autonoma procedura qualora la società abbia deliberato un aumento di capitale eccedente l'importo di L. 10 miliardi e, conseguentemente, abbia richiesto la prescritta autorizzazione al Ministero del Tesoro in quanto, in tal caso, le due autorizzazioni vengono inoltrate congiuntamente.

- 6) La domanda di ammissione alla quotazione deve essere valutata dalla CONSOB entro 6 mesi. Qualora non si esprima in merito, vale il principio del silenzio diniego. La domanda di ammissione alla quotazione può essere presentata contestualmente a quella per l'offerta pubblica (OPV o OPS).

Dopo 15 giorni ed entro 30 dalla data di ricevimento della domanda da parte della Commissione, a cura della società deve essere data pubblicità della stessa su tre quotidiani a diffusione nazionale, di cui uno economico secondo uno schema prefissato ove si individuano esattamente la società e il suo capitale sociale, le azioni e/o obbligazioni quotande ed i giornali che hanno pubblicato l'avviso.

L'istanza di ammissione alla quotazione deve essere accompagnata dai seguenti documenti societari:

- il verbale di assemblea ordinaria deliberante sull'ammissione alla quotazione;

- il verbale relativo alla nomina della società di revisione;

- la copia del libro verbale assemblee degli ultimi tre anni;

- il libro inventari degli ultimi tre anni;

- l'elenco delle fideiussioni e degli impegni di firma assunti dalla società;

- il certificato di vigenza della società con allegato lo statuto;

- la copia dell'ultimo bilancio delle controllate;

- il prospetto riepilogativo dei dati delle collegate.

Oltre a questi bisogna anche allegare:

a) un certificato peritale di data non anteriore a trenta giorni rilasciato dal Comitato Direttivo degli agenti di cambio della Borsa Valori dove viene richiesta la quotazione. Qualora il collocamento sia relativo ad azioni emesse in sede di aumento di capitale, e quindi il prezzo

di collocamento sia quello prescritto all'assemblea (nominale + sovrapprezzo), è opportuno che prima della delibera e della determinazione del sovrapprezzo, venga interpellato il Comitato Direttivo.

Questi, per il rilascio di tale certificato, richiede che all'istanza venga allegata la seguente documentazione:

- cenni sull'attività della società;
- ultimi due bilanci approvati comprensivi dello Stato Patrimoniale e del Conto dei Profitti e delle Perdite ed, eventualmente, un aggiornamento della situazione patrimoniale qualora siano intervenute modificazioni significative rispetto all'ultimo bilancio;
- evoluzione del capitale sociale;
- dichiarazione degli ultimi imponibili concordati per l'imposta sul reddito per le persone giuridiche e i redditi annuali denunciati successivamente;
- copia del verbale dell'assemblea per eventuali delibere d'aumento di capitale;
- elenco dettagliato delle voci di bilancio debitori e creditori diversi;
- descrizione degli immobili e terreni (ubicazione, destinazione, estensione, anno di costruzione, cubatura, vincoli);
- elenco delle partecipazioni in società controllate e collegate, indicando per ciascuna il valore nominale ed il valore di carico. Per le partecipazioni non quotate si dovranno allegare gli ultimi due bilanci;
- b) *fac simile* dei titoli con allegata dichiarazione che gli stessi sono già emessi in forma definitiva e che sono liberamente trasferibili;
- c) dichiarazione dell'accettazione da parte dell'istituto di credito cui viene conferito l'incarico di rappresentante del servizio titoli presso la Borsa in cui sono quotati i titoli della società;
- d) dichiarazione dei possessi azionari per classi di azionisti e ripartizione territoriale degli stessi; naturalmente la presentazione di questo allegato potrà avvenire solo al momento dell'acquisizione e registrazione a libro soci dei risultati del collocamento fra il pubblico;
- e) bozza del prospetto informativo redatto secondo lo schema della CONSOB che si riporta alla pagina seguente.

Nel caso di domanda riguardante titoli esteri sarà necessario, in aggiunta a quanto finora esposto, l'assolvimento delle prescrizioni valutarie. Il patrimonio netto in valuta locale, se quotata in Italia, deve essere calcolato al cambio alla data di domanda o, se non quotata, al cambio ufficiale del dollaro USA nel paese di origine ragguagliato in lire italiane alla data di domanda. I documenti, ove redatti in lingua estera, debbono essere prodotti assieme alla loro traduzione asseverata.

A. Organizzazione e situazione economico-finanziaria evoluzione attività sociale

I. *Notizie sulle società*

1. Denominazione (indicazione registri di iscrizione rilevanti per legge) capitale sociale;
2. costituzione;
3. sede sociale e sede amministrativa principale se è diversa dalla sede sociale;
4. oggetto sociale;
5. durata;
6. chiusura dell'esercizio sociale;
7. quotazione (indicazione della presentazione della domanda e precisazione se trattasi di ammissione alla quotazione ufficiale di titoli già in circolazione o di ammissione alla quotazione ai fini di collocamento tramite la Borsa).

II. Storia della società

III. Capitale sociale

1. evoluzione;
2. ammontare attuale;
3. numero e categorie di azioni che lo rappresentano;
4. caratteristiche principali (rif. sub 3) e relativi diritti: in particolare ripartizione degli utili;
5. valore nominale;
6. numero complessivo degli azionisti in base al libro soci;
7. indicazione della esistenza di azioni proprie in portafoglio;
8. elenco dei dieci maggiori azionisti (quantità possedute, % sul capitale sociale);
9. indicazione dell'eventuale esistenza di un sindacato di controllo (% nel sindacato; % sul capitale sociale);
10. evoluzione dei dividendi con riferimento agli ultimi tre esercizi.

IV. Prestiti obbligazionari esistenti

1. caratteristiche;
2. debito residuo.

V. Composizione organi sociali

1. consiglio di Amministrazione (carica, nome, luogo e data di nascita dei componenti dell'eventuale Comitato Esecutivo, scadenza);
2. Collegio Sindacale (carica, nome, luogo e data di nascita, scadenza);
3. direttore generale (nome, luogo e data di nascita);
4. compensi lordi percepiti nell'ultimo esercizio dagli amministratori e dai sindaci da parte della società emittente e/o di società da essa controllate;
5. numero e categorie di azioni delle società emittenti e/o di società controllate possedute da parte degli amministratori, sindaci, revisori e direttori generali;
6. indicazione se esistono obbligazioni di sorta da parte degli Amministratori nei confronti della società.

VI. Certificazione del bilancio

1. data del conferimento;
2. società revisione;
3. durata del conferimento;
4. costo.

VII. Attività della società

1. ripartita per settori diversi, se esistenti, con indicazione delle principali categorie di prodotti venduti e/o di servizi prestati;

2. ripartizione dell'importo netto del volume di affari realizzato negli ultimi tre esercizi secondo categorie di attività e secondo mercati geografici;
3. importanza ed ubicazione dei principali stabilimenti dell'emittente;
4. informazioni sul patrimonio immobiliare e/o mobiliare;
5. informazioni rilevanti in relazione a peculiari attività dell'emittente (ad es. Minerarie, idrocarburi, sfruttamento cave e miniere, brevetti e licenze, contratti industriali, commerciali o finanziari, procedimenti di fabbricazione, ecc.);
6. indicazioni della politica di investimenti, ricerca, sviluppo e produzione di nuovi prodotti o servizi;
7. indicazione dell'esistenza di procedure giudiziarie e/o arbitrali rilevanti per l'attività e/o la situazione finanziaria della società;
8. personale ripartito per categorie di attività;
9. se trattasi di società capogruppo o facente parte di un gruppo, disamina delle diverse attività esplicate dalle società facenti parte del gruppo e dei relativi risultati economici con indicazione del loro capitale sociale e della percentuale di possesso detenuta dalla società emittente (con l'elenco delle partecipazioni possedute).

VIII. Situazione economico-finanziaria

1. analisi dettagliata dei risultati dell'ultimo esercizio;
2. fatti di rilievo intervenuti dopo la chiusura dell'esercizio;
3. previsioni sull'esercizio in corso.

B.1 Le azioni oggetto della domanda di ammissione a quotazione

1. quantità e valore nominale;
2. caratteristiche dei titoli;
3. indicazione delle delibere, autorizzazioni e approvazioni in virtù delle quali le azioni sono state emesse;
4. descrizione dei diritti connessi con le azioni;
5. decorrenza del godimento;
6. quotazione (esistenza di eventuali altre categorie di titoli quotati);
7. regime fiscale.

B.2 Le obbligazioni oggetto della domanda di ammissione a quotazione

1. denominazione del prestito con indicazione del tasso, durata e ammontare iniziale e residuo;
2. caratteristiche dei titoli con indicazione del valore nominale e dei tagli emessi;
3. indicazione delle delibere, autorizzazioni e approvazioni in virtù delle quali le obbligazioni sono state emesse;
4. ammortamento e rimborso;
5. rimborso anticipato;
6. specificazione delle modalità di computo e corresponsione degli interessi;
7. luogo di pagamento;
8. termini di prescrizione;
9. descrizione di eventuali diritti connessi con i titoli obbligazionari;
10. esistenza di altre categorie di titoli quotati (se trattasi di quotazione di obbligazioni convertibili o con diritti di attribuzione di azioni, descrizione delle azioni attribuibili);
11. regime fiscale;
12. finalizzazione del ricavo della emissione del prestito obbligazionario.

C. Dichiarazione di responsabilità

Nome e qualifica delle persone che si assumono la responsabilità del prospetto o di talune parti di esso con indicazione delle parti in questione.

Appendici

- bilanci degli ultimi tre esercizi a confronto (e se trattasi di società capogruppo, bilancio consolidato di gruppo relativo ultimo esercizio);
- relazioni di certificazione relative agli ultimi tre esercizi. Deve essere prevista la possibilità di consultazione della intera relazione presso la sede dell'emittente o in altro luogo. Se trattasi di società capogruppo deve essere allegata la relazione di certificazione del bilancio consolidato di gruppo dell'ultimo esercizio;
- statuto sociale;
- regolamento dell'eventuale prestito obbligazionario. Della delibera di ammissione è data notizia mediante pubblicazione sul Bollettino ufficiale CONSOB.

7. Le tecniche di quotazione

Le tecniche di quotazione sono:

1) offerta pubblica di vendita (OPV).

Le azioni pubblicamente collocate sono azioni già esistenti e provengono dai portafogli dei singoli soci delle società interessate alla quotazione.

È operazione finanziaria interessante soprattutto per i vecchi soci che così monetizzano il loro investimento in quanto non apporta alcun beneficio immediato alla società ed è pertanto meno invitante rispetto alla OPS per i nuovi azionisti.

La normativa attuale è carente sulle modalità, i termini e le ipotesi di eventuale riparto dell'offerta, e sul codice di comportamento da adottare durante tutte le procedure.

2) Offerta pubblica di sottoscrizione (OPS).

Si riferisce a titoli di nuova emissione per effetto di un aumento di capitale, in cui i vecchi azionisti non hanno diritto d'opzione essendo effettuato nell'interesse della società.

Oltre al beneficio formale della creazione del flottante, ed eventualmente del raggiungimento dei limiti necessari di Patrimonio netto, è la società ad avvantaggiarsi raccogliendo denaro fresco. L'aumento di capitale deve comunque essere giustificato da programmi di sviluppo o d'investimento. Si rammenta che il flottante minimo dovrà essere ragguagliato al capitale finale.

3) Fusione per incorporazione.

È una tecnica che può definirsi “perversa” poiché prevede la fusione per incorporazione della società che intende giungere alla quotazione in una società già quotata, evitando gli oneri procedurali.

Si realizza nei casi in cui la società incorporante già quotata è inattiva sul piano operativo (“scheletro”).

4) Asta Competitiva.

Il regolamento 19/12/1984 della CONSOB n. 1622 relativo all'ammissione di azioni e obbligazioni alla quotazione ufficiale prevede che la “sufficiente diffusione dei titoli può essere raggiunta anche mediante offerta pubblica in Borsa, che la, società emittente e/o offerente può effettuare direttamente o tramite intermediari finanziari, secondo la modalità e la procedura che saranno determinate in apposita distinta regolamentazione”. Di questo potere la CONSOB si è recentemente avvalsa a più riprese (Bertolamet, Faema, Finarte, Del Favero) con il sistema della cosiddetta asta competitiva.

La CONSOB ha manifestato in tal modo la volontà di favorire, anche mettendo a disposizione degli interessati procedure innovative, lo snellimento dell'iter di ammissione di nuove azioni in Borsa, in relazione all'esigenza di rapido allargamento del listino azionario. Il collocamento tramite asta avviene alle “grida”, ossia nei recinti di Borsa. Gli agenti di

cambio incaricati offrono i titoli alle *corbeilles* e raccolgono le prenotazioni. Il quantitativo offerto viene ripartito in tre giorni di Borsa consecutivi. Al momento dell'offerta, che come tutti i collocamenti deve essere preceduta dalla pubblicazione di un prospetto approvato dalla CONSOB, viene indicato il prezzo minimo e quello massimo. Normalmente il primo giorno d'asta si parte dal prezzo minimo e la tranche di titoli offerta viene assegnata se il prezzo che si forma non supera del 20% quello base; se il prezzo viene sfondato per eccesso di richiesta l'offerta si annulla e si rimanda al giorno dopo. Nella seduta successiva si parte dal prezzo massimo del giorno precedente, incrementabile ancora fino al 20%. Nuovamente i titoli non assegnati passano al giorno seguente e, se persiste lo sfondamento del prezzo, tutto il quantitativo viene offerto nella terza seduta. Qualora al contrario restino titoli non collocati dopo la chiusura dell'asta, entra in funzione il consorzio di garanzia; che anche in questi casi deve essere predisposto.

Vantaggi per i venditori:

- minor costo e cioè 0,7% agli agenti di cambio per il collocamento e una commissione del 2 + 3% sul prezzo minimo al consorzio di garanzia che deve accollarsi l'eventuale residuo non collocato;
- maggiore valore di collocamento: con l'asta competitiva non è difficile, in fase di Borsa "toro", superare anche di molto la valutazione formulata dal Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio che con altri sistemi, andrebbe ad esclusivo vantaggio dei fortunati sottoscrittori; è da tener presente, infatti, che nel collocamento attraverso il consorzio la valutazione è frutto di una trattativa con le banche e società finanziarie incaricate, che spesso impongono una valutazione prudentiale.

Vantaggi per i sottoscrittori:

- trasparenza e maggior accesso al collocamento;
- rapidità con cui viene comunicato l'esito;
- celerità dell'iscrizione al listino per cui si evita la permanenza nel terzo mercato, dove i prezzi sono ampiamente discutibili;
- immediata disponibilità fisica dei titoli.

Critiche:

- eccessivo scarto tra prezzo minimo e massimo di assegnazione dei titoli;
- rinvio dell'assegnazione dei titoli all'ultimo giorno se in quelli precedenti la richiesta fa salire di oltre il 20 per cento i prezzi: trova spazio, pertanto, la speculazione rialzista.

8. I Consorzi di collocamento

Un'impresa raramente può vantare quella preparazione tecnica necessaria per affrontare in modo soddisfacente operazioni, come aumenti di capitale ed emissione di titoli, ed ancora più difficilmente disporrà di una organizzazione capillare in grado di diffondere le proprie azioni presso il pubblico. Al contrario i componenti di un consorzio dispongono di una notevole esperienza in materia.

La struttura del consorzio (o "sindacato") è di solito piramidale ed è composta da banche di deposito e finanziarie specializzate, di cui una funge da capofila.

La capofila svolge un ruolo fondamentale nella valutazione dei requisiti formali e sostanziali dell'emittenda, delle condizioni del mercato finanziario e delle più idonee caratteristiche tecnico-giuridiche dei valori mobiliari; coordina inoltre l'attività degli altri partecipanti.

La "lettera d'impegno" stabilisce secondo quale modello deve strutturarsi il sindacato. I tipi di sindacato, riscontrabili nella pratica sono:

- 1) sindacato di semplice collocamento;
- 2) sindacato di garanzia;

- 3) sindacato di assunzione a fermo;
- 4) sindacato di sostegno.

Vediamoli in particolare:

- 1) *il sindacato di semplice collocamento* rappresenta la tipologia meno rischiosa per i partecipanti, poiché non prevede l'assunzione di responsabilità circa l'esito dell'emissione. La remunerazione avviene tramite la commissione "di sportello" calcolata in percentuale sul valore dei titoli effettivamente classati dalle istituzioni finanziarie che partecipano al sindacato. In questo caso il sindacato stesso mette a disposizione la propria rete distributiva, che consiste normalmente nella rete di sportelli bancari e nella clientela delle commissionarie e finanziarie eventualmente partecipanti.

Ne deriva, quindi, che il requisito principale per parteciparvi è la disponibilità di una rete di vendita ampia e ben distribuita.

- 2) *Sindacato di garanzia.*

L'impegno in tal caso è duplice da parte dei partecipanti. Essi s'impegnano infatti a classare l'intero ammontare di titoli prestabilito e contemporaneamente ad accollarsi la quota di titoli non sottoscritta al termine dell'operazione.

Il compenso, detto provvigione di garanzia, viene computato in misura percentuale sul totale dei titoli per i quali la garanzia stessa viene prestata.

Infine, per quanto concerne i principali metodi di accollo dei titoli non collocati, bisogna ricordare:

- il metodo *à la Parisienne* (praticato dalla Paribas), in cui i titoli vengono ripartiti tra i partecipanti in base alla quota assunta nel consorzio senza tener conto delle sottoscrizioni raccolte da ciascuno;

- il metodo *à la Lyonnaise* (praticato dal Credit Lyonnais) secondo il quale ogni partecipante risponde solo nei limiti della propria quota di partecipazione; per cui se avrà collocato un numero di titoli pari alla propria quota, non è previsto alcun ulteriore accollo.

Sindacato di assunzione a fermo.

Il consorzio di assunzione a fermo ha la funzione di acquistare i titoli direttamente dall'emittente e di impegnarsi esplicitamente nei suoi confronti ad effettuare successivamente l'offerta al pubblico, sollevandolo dai rischi di collocamento. Si tratta, perciò, di una operazione di finanziamento mobiliare con l'assunzione del rischio globale del collocamento e l'impegno di mantenere in portafoglio i titoli per un determinato periodo di tempo.

Proprio per queste specifiche funzioni, esso risulta solitamente composto da aziende di credito ordinario, banche di credito mobiliare e società finanziarie. La sua remunerazione consiste nella differenza fra il prezzo di offerta e il prezzo di acquisizione dei titoli concordato con l'emittente e comprende la remunerazione del rischio di finanziamento, la commissione di sportello e gli interessi sui fondi anticipati.

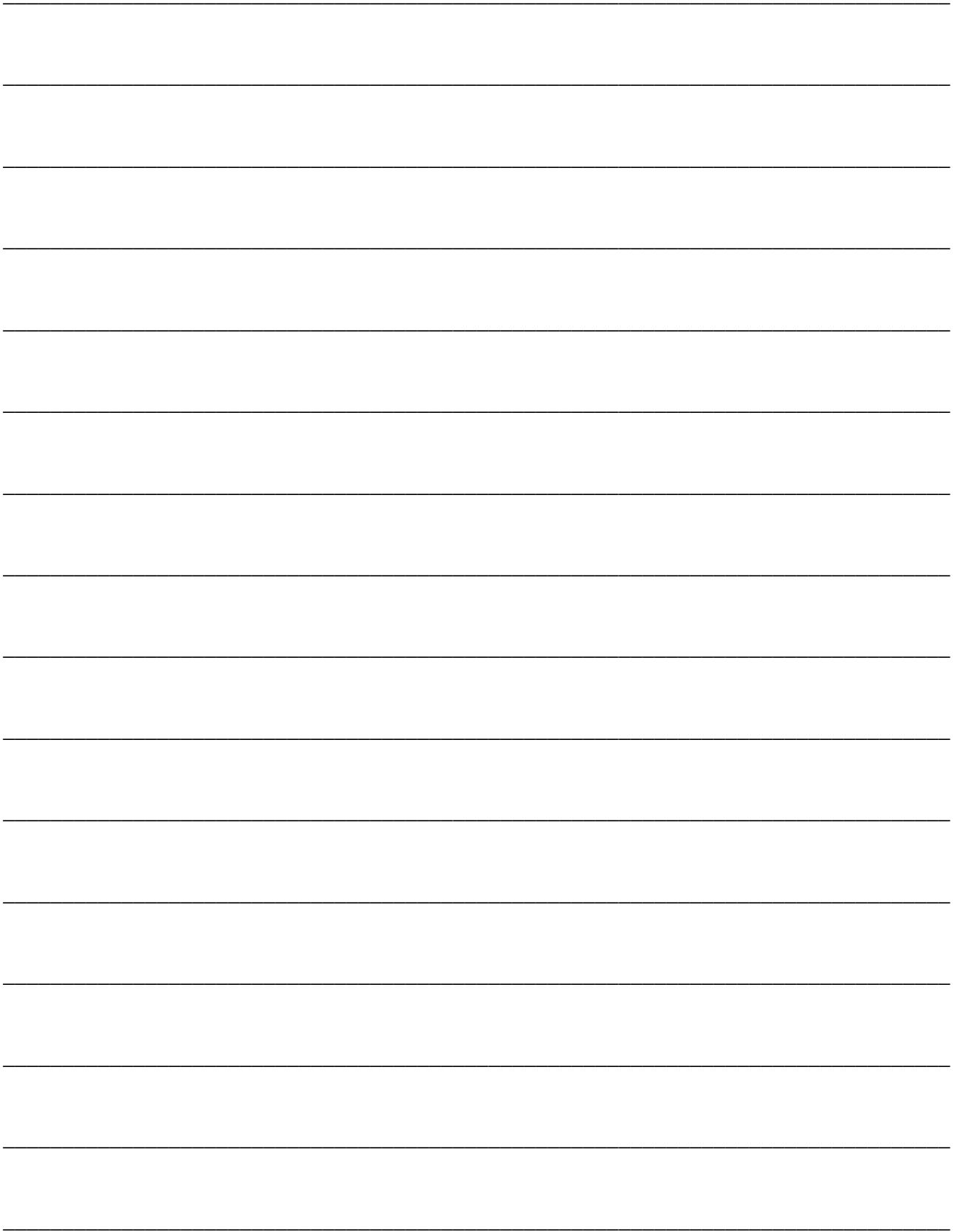
- 3) *Sindacato di sostegno.*

Si tratta di un intervento normalmente effettuato contemporaneamente ad una delle altre modalità sopra esposte. In cambio di una commissione, il sindacato interviene a sostegno del titolo emesso sul mercato per evitare fluttuazioni eccedenti una certa percentuale.

Conclusioni

Dalla veloce rassegna esposta, ci auguriamo che sia emerso con sufficiente chiarezza il desiderio che la via italiana al “merchant banking” possa innescare un circolo virtuoso tra medie imprese, investitori istituzionali e risparmiatori, la cui “virtù” sarà esaltata dal corretto operare delle finanziarie di partecipazioni in un ambito libero da interferenze assistenziali e da facili sovvenzioni, incontrastate protagoniste di un non lontano passato.

La riscoperta delle sane regole di economia, al di là delle pur lodevoli motivazioni politiche e occupazionali, si pone come la *condicio sine qua non* per conservare quella posizione che ha visto l'Italia balzare al quinto posto fra le nazioni industriali. Ed in questa ottica il “merchant banking” potrà dare il suo contributo prezioso solo appoggiandosi, non ci si stancherà mai di ripeterlo, a uomini competenti, di indiscussa moralità, indipendenti, non impregnati di concetti teorico-burocratici e attenti interpreti delle effettive esigenze della media imprenditoria, che costituisce uno degli assi portanti del nostro Paese.



Finito di stampare nel mese
di maggio 1987
dalla Tipografia S. Gaudenzio
Novara

Europa - Iniziative Editoriali
Bal.do Lamarmora, 15 - 28100 Novara