

Cari Amici,
 continua il successo della nostra "Lettera ai Soci" e delle nostre iniziative. In questa occasione commentiamo due importanti appuntamenti del nostro Club dello scorso anno e pubblichiamo gli articoli ricevuti da cinque personaggi del mondo professionale ed imprenditoriale (in ordine alfabetico): Davide Croff, Gabriele Galateri di Genola, Pier Domenico Gallo, Gianluigi Montresor, William Santorelli, che ringraziamo per la loro attenzione e gentilezza. Particolare ringraziamento va anche ai nostri Soci per il loro intervento, con l'augurio che anche altri amici portino la loro voce sulla Nostra pubblicazione.

*Michele LA ROSA
 CDAF Giovani*

Cari Amici,
 come sottolineato da Michele La Rosa, continua il percorso di crescita della "Lettera ai Soci", grazie agli interventi di molti personaggi importanti esterni al nostro Club; continua anche l'attività del Club stesso, che si esplica attraverso molti fronti: congressi, riunioni con personaggi famosi, seminari, visite a luoghi particolari.

La partecipazione dei Soci alle attività è sempre costante e incoraggiante, nonostante che gli argomenti proposti non siano sempre di interesse comune e che l'attività professionale di ognuno di noi non sempre ci consenta la possibilità di aderire come vorremmo. Vi chiediamo comunque di porre una sempre maggior attenzione a quanto Vi viene proposto perché, spesso, i risultati di un incontro sono di gran lunga superiori a quanto ci saremmo aspettati. Continua la crescita del numero degli iscritti al nostro Club e chiediamo a tutti i Soci di perseguire l'opera di diffusione affinché ad una base più larga possa corrispondere una maggiore attività comune.

Vorrei rinnovare l'invito pubblicato nel primo numero di questa "Lettera ai Soci": aiutateci a creare un punto di riferimento, un luogo dove trovare non solo dei colleghi, ma soprattutto degli Amici, dove scambiarsi notizie, informazioni, aiuti e quant'altro possa essere utile per la nostra crescita personale e professionale.

Ringraziamo quanti dedicano già il loro tempo al Nostro Club e quanti vorranno seguirne l'esempio.

*P. G. GIRAUDDO
 Responsabile Commissione Comunicazione
 CDAF*

ATTIVITA' DEL CDAF

Come tutti i Soci hanno potuto notare l'attività del CDAF continua in modo regolare organizzando diversi avvenimenti che possano coinvolgere e interessare tutti. Di seguito Ti diamo un breve compendio delle attività svolte fin qui e di quanto è attualmente in programma.

A giugno 2001 l'Assemblea dei Soci si è tenuta nella splendida cornice del Castello di Osasco, dove abbiamo potuto unire gli adempimenti assembleari previsti dal nostro Statuto ad una eccellente serata conviviale frutto della squisita ospitalità dei padroni di casa. Unanime è stato il giudizio entusiasta dei numerosi partecipanti. La fotografia che pubblichiamo a pagina 2 illustra lo svolgimento dell'Assemblea. Sempre nel mese di giugno il nostro Vicepresidente Gianfranco Barzaghini ha portato la Sua splendida testimonianza alla Scuola di Amministrazione Aziendale di Torino sul tema "Budget sì, Budget no. Esperienze vissute".

Nel mese di luglio ci è stata offerta la possibilità, veramente unica e rara, di effettuare una visita all'aeroporto di Caselle e alla torre di controllo, terminando la serata con una cena offerta dalla Sagat, a cui rinnoviamo i nostri ringraziamenti per l'invito e l'eccezionale ospitalità. Un particolare ringraziamento va alla socia Debernardi che ha organizzato l'incontro.

Il 1° Ottobre 2001, su proposta e invito dell'Amministratore Delegato e Direttore Generale del quotidiano ".com", nonché Presidente del Club Dirigenti Vendite Marketing (CDVM), Gianluigi Montresor, abbiamo trascorso una bellissima "serata interclub" all'Unione Industriale di Torino. Alla serata sono intervenuti i Presidenti e i Soci dei Club di Torino: CDAF (Noi), CDVM (Club Dirigenti Vendite Marketing), CDI (Club Dirigenti Informatica), CDT (Club Dirigenti Tecnici), il Club di Comunicazione di Impresa e tutti gli ospiti e amici, tra cui l'ex Sindaco di Torino, il Prof. Valentino Castellani. Una di quelle serate da non dimenticare sia per la conferenza sia per il concerto che è seguito al buffet (segue a pag.7).

Segnaliamo, inoltre, tra le varie attività svolte, il successo dell'organizzazione di un Nostro convegno sul tema "Incentivi agli investimenti", in collaborazione con l'Unione Industriale e con i Giovani Dottori Commercialisti (commentato a pag.3): elogiato i soci Guarena e Somà per la realizzazione.

*P.G. Girauddo,
 responsabile della
 Commissione Comunicazione.*



Sempre in autunno il Presidente, i due Vicepresidenti Barzaghini e Cardani e il consigliere Matta (Vicepresidente ANDAF) hanno presentato e illustrato la funzione Amministrazione Finanza e Controllo, le funzioni aziendali e le attese delle imprese ai giovani in cerca di prima occupazione, ai diplomati, ai laureandi e neo-laureati, per aiutarli a conoscere il mondo del lavoro. L'11 dicembre si è tenuta la tradizionale Cena di Natale, che si è svolta come sempre con la partecipazione gioiosa di numerosi Soci e dei loro invitati.

Per l'anno in corso Vi segnaliamo la continuazione degli "Incontri con il personaggio", che hanno riscosso sempre successo. Il primo, che era previsto per il 10 aprile, con l'Ing. Sergio Pininfarina, non ha avuto luogo per improvvisi impegni dell'ospite e sarà riproposto tra settembre/ottobre. All'inizio di luglio, sullo stesso filone e anche questo organizzato dal nostro socio giovane, Michele La Rosa, ci sarà un incontro con il Prof. Luigi Spaventa, Presidente della Consob. Alla data in cui scriviamo è in corso di svolgimento il ciclo di tre conferenze con il Gruppo Met sulla "Gestione della Tesoreria", con cena offerta ai Soci dal Gruppo. A metà maggio, in collaborazione con l'ANDAF, si terrà un convegno sul tema "Riforma Tremonti, prime valutazioni e prospettive" con la partecipazione di relatori di rilievo nazionale. A giugno Vi ricordiamo l'Assemblea dei Soci del CDAF, che assume quest'anno particolare importanza, in quanto dovrà provvedere al rinnovo del Consiglio Direttivo e del Collegio dei Revisori dei Conti, oltre che alla consueta approvazione del Bilancio: è fondamentale la Vostra partecipazione. Una commissione di "Saggi" appositamente creata ha già provveduto a contattare i Soci che desiderano candidarsi e proporrà una lista con un'ampia rosa di candidati. Sono allo studio altri incontri di cui Vi terremo costantemente e tempestivamente informati. ■



Partecipanti all'assemblea

FISCALITÀ, VALORE DELLE IMPRESE E MERCATO BORSISTICO

Sono passati ormai quasi quattro anni dalla riforma del sistema fiscale avviata nel dicembre 1997 con i Decreti Legislativi del 15 e del 18 Dicembre ed è tempo di qualche bilancio preliminare. Come noto, il primo ha istituito l'IRAP, nel contempo abolendo una serie di altre imposte, mentre il secondo ha istituito la DIT. Con la riforma sono stati perseguiti, congiuntamente, obiettivi di natura fiscale e di politica economica, posto che con essa si è voluto incentivare l'afflusso di capitale azionario e quindi la patrimonializzazione delle imprese.

In questo articolo vorrei fornire alcuni brevi spunti di riflessione relativi all'impatto della "nuova" fiscalità:

1. sul valore delle imprese, con particolare riferimento alla necessità di idonei modelli di analisi e quantificazione dello stesso;
2. sulle politiche finanziarie, con specifica attenzione all'incentivo verso la quotazione.

Il regime fiscale esistente prima della riforma da tempo veniva considerato uno dei fattori di maggior penalizzazione del capitale di rischio, posto che il finanziamento dell'impresa attraverso l'equity generava una imposizione nettamente superiore. Non a caso, il nostro Paese, nell'anno immediatamente precedente la riforma, presentava un'incidenza delle fonti di finanziamento non equity pari al 63%, inferiore solo al dato della Germania (67%), altro paese caratterizzato da una evidente barocentricità del sistema bancario. Gli elevati livelli di indebitamento medio, in tale periodo, sono stati altresì favoriti da una riduzione del costo del debito particolarmente significativa per le imprese di minori dimensioni: infatti, con riferimento ai tassi di interesse, mentre negli anni ottanta si assisteva a premi per il rischio inversamente correlati alle dimensioni aziendali, nel triennio 1995-97 era possibile osservare, tra le imprese minori e maggiori, spread di costo notevolmente ridotti e, talora, favorevoli alle prime.

L'analisi storica evidenzia come il sistema fiscale precedente abbia pesantemente tarpato l'interesse delle imprese verso la quotazione e, non a caso, se si considerano le maggiori economie industrializzate, il mercato borsistico italiano è sicuramente il meno sviluppato ed il gap appare ancor più marcato se valutato in relazione alle potenzialità del nostro paese in termini di "materia quotabile".

Il nuovo sistema ha radicalmente modificato il trattamento fiscale delle diverse forme di finanziamento. A fianco della DIT che, come noto, premia gli investimenti effettuati attraverso incrementi del capitale azionario, sono stati previsti due meccanismi di potenziamento della stessa:

- le società neo-quotate possono usufruire, nell'arco del triennio successivo la quotazione, di un'aliquota agevolata pari al 7% invece che al 19% e di un vincolo di minima imposizione IRPEG pari al 20% invece che al 27%; una volta decorsi i primi tre periodi di imposta successivi alla quotazione, sono di nuovo applicabili le norme relative alla generalità delle società di capitali;
- con decreto del gennaio 2000 si è altresì prevista l'applicazione di un moltiplicatore dell'incremento di capitale pari a 1,2 per il 2000 e 1,4 per il 2001.

Venendo ora al primo dei punti oggetto di trattazione, mi limiterò ad alcune brevissime note. Innanzitutto, specie in sede di Initial Public Offerings, la presenza della DIT impone particolare attenzione nella definizione degli strumenti di analisi e quantificazione del valore d'impresa, in relazione alla dipendenza dell'aliquota fiscale societaria di regime dal conseguimento o meno, in via continuativa, delle agevolazioni.

In tale ambito, particolare attenzione andrà posta alla fiscalità specifica di ciascuna realtà, quindi distinguendo tra imprese che hanno una forte crescita degli utili e dunque non raggiungono il vincolo della soglia di minima imposizione, quelle che hanno raggiunto tale vincolo e, infine, quelle che non presentano alcuna crescita. Per avere un'idea dell'impatto degli specifici scenari fiscali, si considerino semplicemente gli effetti dell'adozione di un'aliquota o dell'altra sul valore dello scudo fiscale associato al debito, ovvero sull'entità del weighted average cost of capital.

In definitiva, emerge una sentita necessità di attenzione all'affinamento di strumenti e metodi di analisi finanziaria che permettano di recepire gli scenari fiscali specifici di ciascuna impresa e la modifica degli stessi nel corso del tempo, in relazione all'andamento della componente di utile agevolata.

Segue a pagina 8

INCENTIVI AGLI INVESTIMENTI: TRE STRUMENTI A CONFRONTO

Il Convegno "Incentivi agli investimenti: tre strumenti a confronto" – organizzato dal Nostro Club e dall'Unione Industriale di Torino, in collaborazione con l'Unione Giovani Dottori Commercialisti – svoltosi il 18 ottobre 2001, ha permesso di fare il punto sui principali strumenti di supporto agli investimenti in attivo fisso operanti in Italia, ed in particolare modo applicabili sul territorio della nostra Regione.

Il momento era peraltro caratterizzato dalla nascita di nuove forme di incentivazione (delle quali la più nota è stata la Legge Tremonti bis), a regia sia nazionale sia regionale, che affiancano altre già consolidate (Legge 488/92; Legge 388/00, Articolo 8; Legge 133/99, Articolo 2, nota come Visco; ecc.).

Era quindi doveroso mettere un po' d'ordine - e questo costituiva il primario obiettivo del Convegno - evidenziando soprattutto il carattere alternativo o complementare degli strumenti, alla luce della loro possibilità o meno di cumulo con le altre forme di incentivazione e, soprattutto, della peculiarità dell'investimento posto in essere dall'impresa.

Ma quanto "vale" per il Piemonte questo fenomeno, in termini di contribuzioni, investimenti attivati e nuova occupazione creata e/o salvaguardata?

La Legge 488/92 (che prevede contributi in conto impianti agli investimenti in aree depresse – obiettivo 2 e zone 87.3c per il Piemonte – che si sono "piazzati" in graduatoria in funzione di una serie di parametri) nei suoi sei bandi, il cui primo risale al 1996, evidenzia dati significativi:

- programmi agevolati, principalmente riferiti ad iniziative di ampliamento e/o ammodernamento: n. 1.562
- investimenti agevolati: 6.796 miliardi di lire
- agevolazioni concesse: 648 miliardi di lire
- nuovi occupati, solo sui programmi ultimati: 12.220.

Presentando una vita molto più breve la Legge 388/00 in ogni caso conferma che nel solo 2001 sono stati compensati, cioè utilizzati dalle imprese per il pagamento di tributi attraverso il modello F24, poco più di 920 miliardi di lire, anche se qui il dato è riferito a

tutto il territorio nazionale e non solo alla nostra regione.

Si tratta quindi di importanti componenti per la pianificazione di nuove iniziative industriali – dal "prato verde", all'ampliamento, all'ammodernamento di impianti già esistenti – ed in quanto tali le regole che disciplinano detti strumenti devono essere costantemente allineate alle esigenze delle imprese, come pure le risorse finanziarie loro destinate dallo Stato devono essere rapportate ai fabbisogni.

Durante l'incontro era emerso l'orientamento del Ministero delle Attività Produttive, che gestisce la legge 488/92, a modificarne taluni aspetti, come di fatto sta ora avvenendo: dalla eliminazione, per i progetti inferiori a 25 milioni di euro, del parametro afferente la possibilità di richiedere una percentuale ridotta del contributo spettante, fissando d'ufficio all'80% il livello dello stesso; all'abolizione della soglia massima (del 5%) a disposizione delle imprese di servizi.

Sempre per la stessa legge, se non interverranno fatti nuovi, si profila una stretta di fondi per il 2002 in quanto con la recente Legge Finanziaria le sono stati assegnati 3200 miliardi di lire per tutti i settori interessati (industria, turismo, commercio, ecc.) ossia meno di quanto aveva a disposizione per l'ultimo bando.

Diverse sono le considerazioni per gli incentivi fiscali retti dall'art. 8 della Legge 388 del 2000. Si tratta in pratica, a differenza della Legge 488, di incentivi "automatici" - ossia non oggetto di una domanda, di un'istruttoria basata su parametri di selezione - a fronte di investimenti netti (dedotti quindi gli ammortamenti) attivati nelle aree depresse. In pratica l'impresa si costituisce un credito di imposta che può defalcare all'atto del pagamento dell'Irpeg e dell'Iva.

Infatti, al momento, questo strumento non ha problemi di copertura finanziaria. Un suo eventuale limite può essere riscontrato nella non possibilità di cumulo con i benefici della Legge Tremonti, che invece sono abbinabili con la 488.

Per quanto riguarda la "Tremonti bis", che è una riedizione seppur parzialmente modificata, della prima "Legge Tremonti", la sua operatività su tutto il territorio ne fa la sua precipua caratteristica, non facendola peraltro rientrare tra i cosiddetti "aiuti di Stato", tenuti sotto stretta sorveglianza da Bruxelles.

Qualche criticità connessa a questo strumento può essere emersa con il fatto che lo stesso vale solo per le iniziative attivate a partire dal 1° luglio 2001, pertanto, in virtù del meccanismo di calcolo per usufruire del beneficio fiscale, è presumibile che una parte degli investimenti interessati sia stata posposta all'anno 2002.

Come si vede il quadro emerso è altamente articolato e si presta ad una serie di valutazioni da parte dell'impresa circa la convenienza o l'opportunità di utilizzare uno strumento anziché l'altro, o ancora, in modo abbinato tra di loro quando possibile. Questo in funzione delle caratteristiche ed ubicazione dell'investimento.

Sottolineamo con enorme soddisfazione che il Convegno, tenuto da relatori di prestigio, si è protratto oltre l'orario prefissato e ha visto la partecipazione di numerosi invitati, occupando totalmente la "Sala 500" del Centro Congressi dell'Unione Industriale di Torino. A riprova che argomenti di tale attualità e importanza per i Soci del nostro Club e non solo - considerata la numerosa partecipazione di Dottori Commercialisti e operatori finanziari - richiamano interesse per le Nostre iniziative. ■

Giancarlo Somà, CDAF
Giorgio Guarena, CDAF

PROJECT-FINANCING: UN'OCCASIONE PER UN NUOVO RAPPORTO BANCA-IMPRESA

Il problema economico dell'Italia è quello di una crescita debole, insufficiente rispetto ai nostri bisogni, inferiore al nostro potenziale di sviluppo in termini di Sistema Paese. Nell'ultimo decennio del XX° secolo, la crescita italiana è stata più bassa rispetto al passato (1,5% negli anni Novanta contro 3% degli anni Ottanta) ed è stata inferiore nei confronti del potenziale (-1% per ogni anno secondo la Banca d'Italia). Del pari, l'incremento annuo della produttività è diminuito: dal 2,5% negli anni Ottanta siamo scesi all'1% nell'ultimo quinquennio degli anni Novanta. Le cose non sono certo migliorate nel corso del 2001.

Il ritardo della crescita dell'Italia non sembra addebitabile al sistema bancario. A titolo di esempio lo dimostra il fatto che l'intensità del credito (rapporto percentuale fra prestiti e PIL) è cresciuta in 10 anni dal 51% al 58% ed il costo del credito è allineato ai livelli europei, grazie all'aumento della concorrenza ed alle privatizzazioni.

Il ritardo della crescita italiana deriva in grande misura dal cronico ritardo segnato nella dotazione di infrastrutture di cui il Paese dispone. Parliamo di un fattore che ha pesantemente limitato la competitività del sistema produttivo italiano. E' giunto il momento che le banche e le imprese si impegnino insieme per colmare il gap infrastrutturale dell'Italia e per completare il processo di modernizzazione del Paese. Più che un rischio, ciò che abbiamo davanti è una grande opportunità.

COLMARE IL GAP INFRASTRUTTURALE: UN DIKTAT PER LA RIPRESA

Il rilancio degli investimenti in infrastrutture costituisce un tassello fondamentale nello scenario di ripresa dell'economia italiana nel 2002 e negli anni a venire. L'approvazione a fine 2001 da parte del CIPE dell'elenco delle opere infrastrutturali rientranti nella Legge Obiettivo e del Piano di assegnazione delle risorse costituiscono un incoraggiante punto di partenza. Si parla di circa 123 miliardi di euro in dieci anni, 7 dei quali assegnati per il triennio 2002-2004 con circa il 44% destinato alle regioni meridionali.

Le dimensioni del ritardo infrastrutturale italiano sono ben note, ma alcuni dati possono rendere meglio l'idea. In Italia il rapporto tra investimenti in opere pubbliche e PIL è pari ad appena l'1,5%, contro una media europea del 2,6%. Se si guarda al Mezzogiorno, la situazione si rivela ancora più critica: basti pensare che, posto pari a 100 l'indice di dotazione infrastrutturale complessivo per l'Italia, questo è

pari a 96,6 nel Nord Est, a 118,2 nel Nord Ovest, a 102,9 al Centro e solo a 77 nel Mezzogiorno.

Lo sviluppo che il Mezzogiorno ha fatto registrare nella seconda metà degli anni '90 è essenzialmente attribuibile alla crescita della domanda di investimenti in larga misura privati e pertanto alle capacità imprenditoriali di coloro che formano il tessuto economico meridionale. Tale vitalità ha portato nel 2000 alla nascita nel Meridione del 38% delle nuove aziende italiane con un saldo positivo tra cessazioni e iscrizioni di 42mila imprese, contro 26mila del Nord-Ovest e 19mila del Nord-Est. Accanto all'iniziativa privata si pone, pertanto, quale esigenza primaria, la rimozione degli ostacoli allo sviluppo tramite la riqualificazione degli investimenti pubblici e la modernizzazione della Pubblica Amministrazione, capaci di dare un forte impulso alla creazione di infrastrutture.

Il coinvolgimento del capitale privato al fianco delle iniziative pubbliche è quanto mai attuale alla luce della definitiva approvazione della legge obiettivo (6 dicembre 2001). Questo nuovo strumento rappresenta la leva giuridica per procedere alla realizzazione delle infrastrutture strategiche in grado di fungere da motore dello sviluppo economico.

La legge obiettivo individua nella "finanza di progetto" lo strumento di rilancio delle infrastrutture tramite capitali privati. Fare finanza di progetto vuol dire costruire operazioni di finanziamento in cui la valutazione si basa sulla capacità che l'iniziativa ha di generare flussi di cassa in grado di far fronte alla restituzione del debito contratto per finanziare l'opera stessa. La misura della capacità di autoripagarsi sarà anche la misura della bancabilità dei progetti. La validità dello strumento dipenderà dalla capacità di garantire alcuni elementi essenziali, che finora hanno ostacolato lo sviluppo del project financing, in particolare: la certezza del quadro normativo e la definizione dei tempi e dei costi.

La legge obiettivo costituisce un importante passo avanti per rendere praticabile il project financing da parte delle imprese. A titolo di esempio, l'introduzione della figura del general contractor, colma una lacuna del mercato italiano, visto che attualmente le imprese italiane operano in tale veste solo all'estero. Il general contractor diventerà il vero e proprio regista delle operazioni, assumendo anche precise responsabilità nell'organizzazione del finanziamento dell'opera con possibilità di costituire una società di progetto anche con la partecipazione di istituzioni finanziarie.

VERSO UN NUOVO RAPPORTO BANCA-IMPRESA

Le banche italiane hanno l'opportunità e lo stimolo per recuperare il terreno perduto nel campo della finanza d'impresa italiana. Possiamo concretamente rientrare in un segmento che ora è nelle mani delle banche d'investimento estere. Il lending tradizionale diventa sempre più una commodity dalla cui erogazione alle imprese si genera insufficiente valore. Occorre affiancare ai margini tradizionali redditi da commissioni ottenuti dalla vendita di servizi a clienti ad alto potenziale. Ciò non vuol dire indirizzare l'attività verso grandi clienti. Significa orientarsi verso società dotate di elevati livelli di imprenditorialità. Di queste società la banca vuole essere un partner privilegiato, affiancando all'attività di intermediazione finanziaria, l'asset management, il corporate finance e la bancassurance.

La sfida per gli intermediari è anche quella di una rivoluzione culturale. Per fare project financing, dobbiamo passare da un modo di ragionare sui dati retrospettivi, basandosi sulle garanzie, a forme di valutazione prospettiche ed interdisciplinari. In questo senso il project financing non appartiene al DNA delle banche italiane, che sono tradizionalmente abituate ad "affidare" i beni dell'imprenditore più che a sostenerne i progetti.

Le banche devono essere pronte a dare segnali di operatività nel project financing. La gestione del rischio è il nostro mestiere. Alla base di esso poniamo, prima delle tecnologie, il capitale umano. Alla partenza di un'operazione di finanza di progetto non c'è una costituzione di ipoteche, ma una scrivania coperta da "etari" di carte, dagli studi di fattibilità alle autorizzazioni, necessari per stabilire la validità del progetto. Alle banche si richiede un grosso impegno, sia nella partecipazione al rischio d'impresa, sia nella messa a punto di un team con adeguate

competenze tecnico-finanziarie. La squadra messa in campo dalla banca deve essere in grado di prestare servizi di advisor (assistenza finanziaria agli studi di fattibilità), di formulare strategie gestionali e finanziarie, di fornire servizi di consulenza in qualità di arranger (consulenza per la bancabilità del progetto e sindacazione).

L'ESPERIENZA DI BNL

Per BNL la finanza di progetto non è un'attività nuova. La nostra struttura dedicata a questo business è formata da un team di professionisti qualificati e caratterizzati da un elevato livello di interdisciplinarietà con esperti di finanza affiancati da ingegneri ed avvocati.

Facciamo project finance da circa un decennio a ritmi di 30-40 operazioni all'anno e con una consistenza complessiva che, nello scorso esercizio, ha superato i 500 milioni di euro. Abbiamo commitment in essere per circa 1,3 miliardi di euro. All'estero domiciliamo circa il 50% della nostra attività. In Italia le nostre maggiori esperienze sono nei settori dell'energia e delle telecomunicazioni. Nel corso degli anni Novanta abbiamo portato avanti e concluso operazioni rilevanti nel comparto della gasificazione del catrame e della successiva trasformazione del gas in energia elettrica. Da ciò ne è derivata l'attivazione di tre importanti centrali localizzate nel Centro-Sud dell'Italia. Si tratta di investimenti per 7 miliardi di euro e di ricadute occupazionali dell'ordine di 7.000 nuovi posti di lavoro.

UNA CONCLUSIONE APERTA

La finanza di progetto non è uno slogan. Non sarà neppure la formula a disposizione di un improbabile Harry Potter per sanare magicamente il grave ritardo infrastrutturale dell'Italia.

Non tutte le opere sono finanziabili attraverso il project. Mi riferisco alle "opere fredde", per le quali non è possibile prevedere un rientro dell'investimento in base a tariffe. Nondimeno, in molti casi la finanza di progetto sarà non solo lo strumento di provvista dei fondi per l'investimento ma anche il mezzo per generare un'alta redditività delle opere.

Certamente, ci sono alcuni aspetti su cui la normativa e la prassi possono essere affinate ulteriormente, con il contributo cooperativo di banche e imprese. Esempi: l'eliminazione dell'obbligo di sub-appalto a terzi di una percentuale dell'opera da realizzare, obbligo che allunga i tempi di realizzazione ed aumenta le incertezze sul costo delle opere; l'eliminazione del tetto del contributo pubblico del 50% del costo dei lavori; il corretto significato da attribuire all'asseverazione dei piani economico-finanziari effettuata dalle banche; la stabilità stessa del quadro normativo che è condizione necessaria

alla base della "bancabilità" del project financing.

Il meglio è comunque il peggior nemico del bene. Sulla base delle innovazioni sin qui prodotte, banche e imprese hanno l'opportunità di scrivere attraverso la finanza di progetto un nuovo e importante capitolo dell'ampio programma di opzioni e di strumenti della finanza strutturata. Sull'asse della finanza strutturata si svilupperà in futuro la scommessa di rendere il rapporto tra banca e impresa sempre più stabile e produttivo di valore. A vantaggio dei conti della banca e di quelli dell'impresa. A vantaggio della crescita del nostro Paese. ■

*Davide Croff,
 Amministratore Delegato BNL*

V ERSO UN'ECONOMIA SEMPRE PIÙ INTANGIBILE

Le rivoluzioni della storia hanno abituato l'uomo a miglioramenti tangibili della propria condizione. Oggi assistiamo a sconvolgimenti epocali che non è possibile percepire con i tradizionali canoni della materialità e della tangibilità.

Pensiamo alla rivoluzione industriale che ha beneficiato l'uomo dei beni prodotti in serie.

L'esperienza passata non può più risultare sufficiente a rendere le menti capaci di affrontare la nuova rivoluzione attualmente in atto, quella della dematerializzazione dell'economia.

La dematerializzazione può essere facilmente percepita in molteplici ambiti della vita economica, ma difficilmente gestita con il semplice ricorso agli strumenti tramandati dal passato. Occorre, quindi, prendere coscienza della necessità di rivedere i metodi, gli approcci e le tecniche tradizionalmente adoperati nell'amministrare i beni e le risorse materiali, che un tempo costituivano la sola ricchezza di un sistema economico, per convertirsi ad una visione dell'economia anche, e per certi aspetti sempre più, permeata di valori intangibili.

Si pensi all'immagine, oggi elemento imprescindibile per chi voglia effettuare il proprio business, oppure alla semplice promessa posta alla base di un qualsiasi prodotto finanziario derivato, od ancora all'idea creativa trasfusa in un nuovo prodotto da collocare sul mercato o nello spot pubblicitario che ne agevoli il collocamento, elementi tutti contraddistinti da un denominatore comune, qual è il binomio intangibilità-nevralgicità.

Il ruolo nevralgico rivestito nelle moderne economie da questi elementi, tanto da farli assurgere a "nuovi" beni, può essere però apprezzato nella sua intera portata, solo quando si sia riusciti ad identificare, e talvolta ad ideare (si pensi al rating assegnato ad un brand), gli opportuni strumenti di misurazione del valore del bene.

Con questi strumenti, che per quanto sopra detto possono a volte essere essi stessi nuovi, il professionista contabile, come pure il consulente finanziario di una realtà produttiva, qual è un'impresa, deve necessariamente familiarizzare e volgere a suo favore, così da riversare sull'impresa assistita i riflessi positivi di tale destrezza.

In tutto questo discorso, non può, però, essere taciuto il punto di vista del giurista, e quindi ricercato il giusto connubio tra lo studio della tutela giuridica riservata dal legislatore ai "nuovi" beni e le tecniche di contabilizzazione degli stessi, cosa che la categoria dei ragionieri, commercialisti ed economisti d'impresa ha già da tempo avvertito, ed ora si appresta ad affrontare grazie all'imminente inaugurazione di un corso di specializzazione nella materia, aperto anche a professionisti di altre discipline, e votato nelle intenzioni degli organizzatori (la Fondazione "Luca Pacioli") a costituire, tra l'altro, un'occasione di scambio e di condivisione delle diverse esperienze maturate dai partecipanti. ■

*William Santorelli, Presidente del Consiglio Nazionale dei Ragionieri,
 commercialisti ed economisti d'impresa*

Non parlerò di IFIL questa volta.

Vorrei invece avviare con i lettori una riflessione su un tema di cui si parla poco: il rapporto tra le imprese e gli investitori istituzionali.

Cioè i Fondi pensione nei Paesi in cui esistono e sono forti, oppure, più in generale i Fondi di investimento, specie azionari, nelle loro infinite varianti.

I Fondi sono stati e sono i grandi protagonisti dei mercati di Borsa. La finanza di questi primi dieci-quindici anni di globalizzazione è caratterizzata proprio dal fenomeno degli investitori istituzionali. C'erano anche prima, si intende: ma il loro ruolo era più modesto. La loro importanza è, dunque, fuori di discussione.

Anzi, spesso, da noi in Italia si lamenta l'assenza dei grandi Fondi pensione e si attribuisce a questa mancanza la relativa ristrettezza della Borsa italiana e la modesta presenza, in essa, di nuovi protagonisti.

“ Per di più, molti di questi investitori istituzionali hanno una gestione di prim'ordine. ”

Quanto sto dicendo può far sorridere, in questi tempi di mercato finanziario depresso, in cui i risultati positivi per i clienti dei Fondi sono ben pochi. Tuttavia lo voglio ribadire: molti Fondi sono gestiti in maniera egregia.

I più grandi sono spesso anche all'origine di iniziative di venture capital. Non a caso gli Stati Uniti sono la patria del venture capital: grandi Fondi pensione, che raccolgono molte centinaia di milioni di dollari, non hanno difficoltà a stanziare 50 o 100 milioni di USD per iniziative di venture capital e ad assumersi il maggior rischio a ciò connesso.

E in tal modo contribuiscono ad alimentare un canale di finanziamento per l'imprenditorialità più dinamica, che da noi è quasi assente. Ma si considerino anche i più discussi tra i Fondi, gli Hedge Funds: sono una forma di investimento alternativo in cui può essere utile posizionare una certa quota di risparmio o di patrimonio.

Quando il gestore è valido, questi Fondi dispongono di specialisti in ciascuno dei singoli settori produttivi in cui investono parti del proprio portafoglio. Ciò serve a diminuire il rischio e dovrebbe impedire delusioni per i risparmiatori.

Ho citato questi esempi per sottolineare il ruolo cruciale svolto dalle diverse tipologie di in-

vestitori istituzionali nel circuito borsistico e nell'economia odierna.

Vengo però ora all'altra faccia della medaglia.

Come responsabile di holding di partecipazione devo sottolineare che a volte i Fondi mettono in difficoltà le imprese. E mi chiedo fino a che punto essi si rendano conto di non sostenere lo sviluppo.

Le aziende infatti hanno cicli economici molto diversi da settore a settore.

Oggi non è più di moda, ma fino a qualche anno fa si usava parlare di settori anticiclici – per esempio l'alimentare, i servizi commerciali; oppure, in campi più “hard” le infrastrutture- per indicare comparti che sono molto meno influenzati dall'andamento di un ciclo economico recessivo di quanto possano essere i beni di consumo durevoli - l'automobile, per esempio.

Oppure settori che proprio in periodo recessivo possono essere usati come sostegno all'economia e all'occupazione, tramite politiche orientate a mantenere elevata la domanda. Siano esse politiche di tipo keynesiano o meno.

La realizzazione di opere infrastrutturali è, al riguardo, il caso più emblematico. Non solo: ogni singola azienda ha cicli di crescita, di ristrutturazione e di sviluppo che le sono propri e sono diversi da un caso all'altro. Lo sviluppo, in particolare, è sempre un processo che dà risultati economici a medio e lungo termine. Di contro i Fondi di investimento, tutti senza eccezione, guardano al brevissimo termine. Ai profitti a tre mesi delle imprese in cui hanno investito. Perché devono dimostrare ai propri clienti che il risparmio depositato dà frutti concreti.

Ciò finisce da un lato per “stressare” le imprese partecipate. Ma soprattutto è controproducente per una sana strategia di crescita delle stesse imprese. Si tenga presente che le imprese partecipate dai Fondi sono prevalentemente medie e grandi imprese.

Non si è mai visto una grande impresa che, per esempio, dopo una valida ristrutturazione, riesca a completare un processo di sviluppo in tre o sei mesi. Questa è, dunque, una delle contraddizioni che oggi il sistema economico dei Paesi sviluppati attraversa e che desta preoccupazione.

Si aggiunga infine che l'obbligo – di per sé giusto e ineccepibile- delle imprese quotate in Borsa di predisporre una relazione trimestrale spesso non consente di rappresentare bene i cicli dell'impresa. Un risultato trimestrale in decremento spesso ha poco significato a livello di intero esercizio. Ampiamente ripreso dai “media” e dalla stampa economica non aiuta le imprese ed i risparmiatori. I Fondi, come tutti gli altri operatori di Borsa, sono più che mai sensibili a questi giudizi.

Altro aspetto di rilievo sono le dichiarazioni di analisti dei quali si conosce solo la casa di appartenenza e non la preparazione nel settore e l'autorevolezza. Opinioni soggettive messe in rete da agenzie internazionali e pubblicate sui giornali diventano la realtà e l'azienda ha scarse possibilità di difesa.

Concludo con una considerazione di prudente ottimismo. La globalizzazione economica continuerà certamente. Se così non fosse, sarebbe un disastro.

Ma le forme assunte dalla globalizzazione degli anni '90 dovranno in parte cambiare: nel senso di una globalizzazione più regolata e soprattutto “governata”. Su ciò vi è ampio consenso: anche se non è ancora chiaro il “come”.

Nella prospettiva quindi di una nuova governance, anche le contraddizioni che sottolineavo, tra le esigenze degli investitori istituzionali e le esigenze delle imprese, troveranno qualche forma di soluzione. Non resta che augurare che ciò avvenga in tempi brevi. ■

*Gabriele Galateri di Genola,
Amministratore Delegato IFI e IFIL.*

SERATA INTERCLUB (continua da pag. 1)

In questa "Lettera ai Soci" riprendiamo dunque quella bella serata commentandola brevemente. Alle 19 ci siamo trovati tutti all'Unione Industriale, nella "sala 200", per la interessante conferenza, in cui è stata presentata la testata del quotidiano ".com" da parte del Direttore Marco Barbieri (ex "Il Sole 24 ore") e da Gianluigi Montresor, con l'intervento del moderatore Giuliano Lonardi, Presidente del Club di Comunicazione di Impresa. Alle 20 è seguito un buffet nelle magnifiche sale storiche dell'Unione Industriale che nessuno si è perso sia per le ottime pietanze sia perché abbiamo avuto il modo di salutarci tutti con affetto e fare nuove amicizie, per poi apprestarci all'altro intermezzo offertoci nella "sala dei 500": un concerto del quartetto di Roberto Cognazzo (al pianoforte), Bruno Pignata (violino), Ercole Ceretta (tromba), Rocco Parisi (clarinetto basso), con grandi musiche da film (da Via col Vento a Anonimo Veneziano, da Scandalo al sole a Per un pugno di dollari). Il concerto è stato un successo e ha concluso in modo perfetto, con più bis richiesti, una serata all'insegna dell'informazione, ma anche di sano divertimento, il tutto offerto dal quotidiano ".com", che in questo modo si è fatto conoscere ed apprezzare anche in città dove era poco noto. Qui rinnoviamo i Nostri ringraziamenti a Gianluigi Montresor e Marco Barbieri per l'invito. Sintetizziamo in forma di intervista ciò che è stato detto dal nostro amico Gianluigi.

Michele LA ROSA, CDAF Giovani e
Gianluigi MONTRESOR, AD e DG ".com"

INTERVISTA

D. Da "La Stampa" a "Puntocom": un passaggio arduo, da un grande quotidiano generalista come La Stampa ad un piccolo quotidiano specializzato in comunicazione (Puntocom)...

R. Sì, un passaggio importante per la mia vita professionale, perché – anche se si tratta di un piccolo quotidiano – mi permette di affrontare il business complessivo di un giornale, in tutti i suoi aspetti, da quelli amministrativi e commerciali a quelli giornalistici.

D. Pochi avrebbero scommesso sulle possibilità di sopravvivenza di un quotidiano di questo tipo, così di nicchia. C'era molto scetticismo tra gli esperti.

R. Certamente bisogna dire che gli azionisti sono molto coraggiosi e determinati. Il 14 febbraio abbiamo compiuto giusto un anno di vita, che è già un bel traguardo per noi. Ma ovviamente siamo ancor più soddisfatti di altre due cose: la diffusione, in continuo e costante aumento, e il grande patrimonio di credibilità e serietà che Puntocom si è conquistato in questo primo anno di vita. Altri aspetti ci soddisfano meno, come l'andamento della pubblicità che è stato insoddisfacente, come peraltro per quasi tutti i quotidiani italiani nel 2001.

D. Puntocom, quotidiano specializzato e di nicchia. Ma quale spazio di mercato può esserci per un quotidiano del genere?

R. E' solo il mercato che potrà dirci fino a dove po-

tremo spingerci; oggi abbiamo una tiratura di 15.000 copie ed una diffusione di 5.000 copie ca.; siamo distribuiti in 56 capoluoghi del centro e nord-italia. La quota abbonamenti è attorno al 50% della diffusione. Resta ancora inesplorato il mercato del centro-sud e dei centri minori, dove sopperiamo con gli abbonamenti ed Internet. Nelle nostre stime, contiamo di arrivare entro due anni a 8-9.000 copie, che riteniamo un risultato giusto e corretto per il nostro target.

D. Target che è costituito da quali segmenti di mercato?

R. Se parliamo di categorie professionali, dobbiamo citare nell'ordine (sia a livello individuale che societario): agenzie di pubblicità e centri acquisto media, società di ricerche di mercato, di pubbliche relazioni, di sponsorizzazioni, tutti i media, sia quelli più consolidati (quotidiani, periodici, radio, TV, affissioni) sia quelli più innovativi (Internet, tutti i network che si affacciano a cavallo delle nuove tecnologie). Senza trascurare il mondo universitario: solo nell'ambito più ristretto delle università di comunicazione ci sono oggi in Italia 18 facoltà, per un totale di 30.000 studenti. Da una recente indagine che abbiamo commissionato, risulta che il 40% dei nostri 25.000 lettori è un professionista della comunicazione, un 30% top management di altre aziende non direttamente coinvolte nella comunicazione ma che vuole tenersi informato, il resto è costituito da un target molto interessante, proveniente dai livelli intermedi di management, studenti, prevalentemente donne, che trovano in Puntocom un quotidiano credibile ed utile strumento di lavoro quotidiano.

D. Parliamo di posizionamento. Non pensa che il vostro logo (.com) sia un po' equivoco, ed induca a pensare che si tratti di un quotidiano che parla solo di Internet?

R. Lo è stato, volutamente, per richiamare l'attenzione sulle nuove tecnologie, nell'ambito un po' sonnacchioso della comunicazione tradizionale. In realtà il sottotitolo chiarisce: IL PUNTO QUOTIDIANO SULLA COMUNICAZIONE; e la nostra campagna di autopubblicità recita: TUTTA LA COMUNICAZIONE PUNTO PER PUNTO. Il giornale, che oggi è di 16 pagine tutti i giorni dal lunedì al venerdì, si articola in quattro sezioni: WEB & RETI, MEDIA & SHOW, MARKETING & SPOT, PROTAGONISTI.

D. Ma esistono già settimanali e mensili specializzati come voi...

R. Sì certo, ma la sfida è proprio quella del quotidiano: la scommessa, finora vinta, è che ogni giorno il nostro mondo sforna una quantità incredibile di notizie sui temi della comunicazione a 360° e di cui Puntocom vuol essere uno specchio da un lato e dall'altro uno strumento di dibattito e di riflessione, per esempio sulle nuove regole che devono accompagnare l'esplosione caotica di questo mondo. Si pensi solo alle problematiche legislative, ancora in larga parte indefinite, che riguardano il mondo di Internet, della banda larga, delle nuove reti che si stanno approntando.

D. Qual è la vostra struttura aziendale?

R. La parte giornalistica, oltreché dal Direttore Marco Barbieri (che proviene dal Sole 24 Ore), è composta da 10 giornalisti professionisti e numerosi collaboratori part-time; quella aziendale è composta da 4 impiegati commerciali. Il resto (distribuzione, agenzia pubblicità, stampatore, amministrazione e finanza ecc.) sono contratti in outsourcing.

D. Come si spiega che un quotidiano che si chiama .com abbia una pagina Internet così povera?

R. E' stata una scelta voluta, per dare al quotidiano cartaceo, che continuiamo a considerare prioritario, lo spazio ed il tempo di affermarsi autonomamente. A partire dal 1° anniversario anche il sito Internet si arricchirà di nuovi strumenti e rubriche, soprattutto di servizio, tra cui la messa a disposizione (riservata agli abbonati) dell'intero database del quotidiano dalla nascita ad oggi, una vera miniera di informazioni su nomi di protagonisti, di aziende e su dati del mondo della comunicazione. La parte free sarà anche arricchita, ma sempre con un occhio di riguardo per i nostri fedeli lettori del giornale di carta.

D. E l'euro?

R. E' stato ed è un argomento molto trattato da Puntocom, sempre ovviamente dal punto di vista della comunicazione che, come tutti abbiamo visto, ha spesso lasciato a desiderare e che resta in ogni caso uno snodo fondamentale per la sua affermazione. Se la domanda si riferisce invece al nostro prezzo di vendita, da fine febbraio 2002 arrotonderemo al ribasso: dalle attuali 2.000 L. Puntocom scenderà in edicola ad 1€ tondo tondo. L'abbonamento a 260 numeri l'anno è invece di 205€.

D. Ci può dire qualcosa da punto di vista amministrativo/finanziario?

R. Sì, organizzativamente ci seguono alcuni professionisti esterni sia per l'amministrazione che per la finanza. Il bilancio del primo anno di start-up, il 2001, si chiuderà con un disavanzo di 1,5 milioni di €, quello del 2002 è previsto con un disavanzo dimezzato e per il 2003 prevediamo un pareggio a 4 milioni di €.

Segue da pagina 2

Venendo all'analisi del punto 2, nel complesso, si può osservare come la DIT ed i suoi potenziamenti risultino particolarmente funzionali a favorire la patrimonializzazione delle imprese. Affinché tuttavia si osservino effetti positivi è necessario, oltre che l'accrescimento della base azionaria attraverso aumenti di capitale ed accantonamenti di utile, altresì un incremento continuo di questi ultimi, in modo da evitare che i vincoli di minima imposizione diventino operativi ai fini dell'IRPEG.

Viene allora da chiedersi se gli obiettivi del fisco e delle imprese possano, in tale ambito, essere in contra-

sto, ovvero in sintonia. Quest'ultima situazione è, a giudizio di chi scrive, tutt'altro che improbabile e può verificarsi, in particolare, nei casi di accesso in borsa, allorché la perdita di gettito conseguente alla concessione delle agevolazioni può essere pienamente recuperata attraverso un accrescimento degli utili dell'impresa.

Infatti, all'accesso in borsa, ceteris paribus, possono associarsi effetti virtuosi di accrescimento dell'imponibile generati:

- dai miglioramenti dell'efficienza operativa, associati sia alle norme di autodisciplina delle imprese, sia all'adozione di sistemi di controllo e contabilità più sofisticati ed in grado di aumentare la trasparenza dell'informativa;
- dalla maggiore possibilità di crescita e perseguimento di progetti a valore attuale netto positivo, grazie alle più ampie opportunità di finanziamento;
- dal minore ricorso a politiche di window dressing e, conseguentemente, dall'incremento degli utili imponibili.

Le circostanze sembrano confermate dall'esame dei dati di bilancio riferibili alle imprese che hanno fatto accesso in borsa negli anni successivi al 1997. Ma allora, se le agevolazioni alla quotazione possono attuarsi senza nocumento al gettito fiscale e, soprattutto, se ad esse può associarsi un effettivo e benefico stimolo per le imprese ad andare sul mercato borsistico perché non rendere tali agevolazioni permanenti? Ovviamente, mentre si auspica un andamento in tal senso per facilitare la crescita del listino ed avvicinarlo agli standard delle economie maggiormente evolute, si può tuttavia esser soddisfatti di alcuni, già evidenti, segnali: basti pensare che le imprese quotate sono passate da un numero pari a 239 nel 1998, cioè nell'anno di introduzione della DIT, ad un numero pari a 297 a fine 2000. La crescita è stata pari al 24% contro una crescita media, nel medesimo periodo, riscontrata nell'ambito dei sei maggiori paesi industrializzati, pari a circa il 16%. ■

*Pier Domenico Gallo,
Presidente di Meliorbanca SpA*

Riproduzione riservata

...AI TRAGICI FATTI DELL'11 SETTEMBRE...



Riceviamo dalla nostra amica Paola Bosso da New York alcune fotografie che documentano la vita successivamente ai tragici fatti dell'11 settembre. Ne pubblichiamo due che ci sembrano particolarmente significative.

Un caloroso benvenuto ai nuovi Soci del Club

Soci Ordinari

BATTISTI Claudio STUDIO CONSULENZA FISCALE TRIBUTARIA
CALISTRI Paolo MONTE DEI PASCHI DI SIENA
CATASSO Daniele FIAT REVI SCRL

CDAF Giovani

BESSO CORDERO M. Cristina SEAT PAGINE GIALLE
PLATINI Gaia PRADA

NOTA PER I COLLABORATORI

Le opinioni espresse negli scritti della "Lettera ai Soci" impegnano esclusivamente il loro autore.



Viti a Misura di progetto.

Garanzia di un servizio globale, una tecnologia "su misura" che risponde alle esigenze del mercato con la massima flessibilità.

GALVAGNO S.p.A. Sede e stabilimento: Corso Tazzoli 215/14 - 10137 Torino
tel. 011.315.91.11 / fax 011.311.31.34 e-mail info@galvagno.it - www.galvagno.it

