

## FEDERAZIONE CDAF - ANDAF

Sono particolarmente lieto di annunciare un'importante evoluzione della convenzione federativa con l'ANDAF, l'Associazione Nazionale Direttori Amministrativi e Finanziari a cui ci siamo federati nel 1996 per assicurare al nostro Club un respiro nazionale e internazionale.

Il Consiglio Direttivo del 15 marzo u.s. ha approvato la revisione della convenzione di federazione CDAF - ANDAF con una più ampia integrazione che comporta un considerevole incremento di valore a favore dei soci CDAF. Essi potranno, d'ora in poi, fruire di alcune facilities riservate esclusivamente ai soci ANDAF e, in particolare:

### ricevere:

- l'ANDAF Magazine;
- i Quaderni tecnici ANDAF;
- l'informativa proveniente dalle Sezioni territoriali ANDAF;

### accedere:

- ai convegni e congressi ANDAF a condizioni riservate ai soci ANDAF;
- alla bacheca del lavoro nel sito [www.andaf.it](http://www.andaf.it);
- alla parte riservata del sito stesso.

A fronte di tali facilitazioni il CDAF ha adeguato la quota annua di associazione all'ANDAF che, in applicazione delle regole di retrocessione economica alle sue Sezioni Territoriali, assicurerà una compartecipazione alle spese di almeno tre eventi annui organizzati assieme al CDAF.

In conseguenza della nuova convenzione i soci CDAF saranno considerati "Soci federati ANDAF".

Per compensare questa significativa variazione nei contenuti del rapporto federativo, la quota di associazione che il CDAF annualmente corrisponde all'ANDAF verrà adeguata alla misura del dieci per cento delle quote versate dai soci ordinari al CDAF le quali, per conseguenza, subiscono una revisione da 120 € a 130 € a partire dall'anno 2005.

Ringrazio l'ANDAF nelle persone del Presidente Paolo Bertoli e del Vicepresidente Luigi Matta e la nostra delegata Maria Teresa Crosetto per aver consentito alle nostre due Associazioni di migliorare i propri rapporti e realizzare una maggiore integrazione dei rispettivi soci, assicurando al CDAF una più attiva partecipazione all'attività dell'ANDAF e a questa stessa una maggior presenza sul territorio piemontese.

*Il Presidente*  
 Sergio Cascone

## LA LEADERSHIP DELLA DONNA NELLA NEXT ECONOMY

Provare ad individuare quali tratti avrà la *next economy* appare un utile esercizio volto a prevedere quali saranno le necessità del mondo dell'economia, del mondo del lavoro per allineare l'organizzazione, il proprio *know how* e le proprie forze ad un domani che ci sollecita a prendere decisioni in maniera sempre più veloce.

Perché prendo in considerazione la leadership al femminile? La vocazione delle donne, soprattutto delle più giovani, sta mutando rapidamente: la scolarità si sta elevando in modo esponenziale e di conseguenza anche l'entrata nel mondo del lavoro anche in posizioni di responsabilità... un mondo nuovo si apre.

Desidero fare alcune considerazioni derivanti dalla mia esperienza: essere donne-imprenditrici nella *next economy* penso che richieda in più rispetto agli uomini la capacità di valorizzare quelle peculiari qualità legate non solo all' intuito ed alla sensibilità da sempre riconosciute alla donna, ma anche le loro capacità organizzative, la propensione al coinvolgimento e alla motivazione dei collaboratori.

Sono convinta che la donna-imprenditrice, debba lasciare vivere la propria parte femminile, preservando ed anzi sviluppando le proprie particolarità. Nella "parte femminile" ci sono anche valenze importanti nel mondo del lavoro odierno: la capacità di gestire problemi complessi migliorando l'organizzazione e l'ottimizzazione della risorsa tempo... capacità da sempre riconosciute alle donne.

È innegabile che esistano ancora distinzioni profonde di sesso nel mondo nel lavoro: basti dire che, secondo i dati Istat, il tasso di disoccupazione nella provincia di Torino, pur in calo nel 2003, vede ancora una netta distinzione tra uomini (4,2%) e donne (ben 8,2%).

Recentemente, Eurostat, l'ufficio statistica dell'Unione Europea, ha ricordato come il nostro Paese sia fanalino di coda per tasso di occupazione femminile, non solo rispetto ai 15 Stati nella "vecchia UE", ma anche nei confronti della nuova Europa dei 25: in Italia, infatti, appena il 42,7% delle donne risultano occupate (solo Malta sta peggio con il 33%...), contro il 71,5% della Svezia ed il 70,5 % della Danimarca.

Una indagine sviluppata qualche tempo fa dal Gruppo Permanente del CNEL Donne e Sviluppo ed una ricerca promossa dalla Provincia di Torino, anche se ormai datate, hanno fornito elementi utili a più di una riflessione.

Secondo il CNEL, minori sono oggi le difficoltà nell'accesso al credito per l'imprenditorialità "in rosa", più ridotte appaiono le discriminazioni rispetto ai colleghi uomini e accresciute le possibilità di conciliare le esigenze della vita familiare e l'esperienza lavorativa.

Pur tenendo conto che i dati sono ricavati da un campione di sole 100 donne, oltretutto già affermate nella loro esperienza professionale, e le cui problematiche risultano, inevitabilmente, differenti rispetto a quante stanno avviando la propria attività imprenditoriale, appare evidente che si delinea un volto nuovo delle donne imprenditrici, antitetico rispetto all'opinione generale.

La maggior parte delle intervistate dal CNEL, di cui il 60% lavora in aziende molto piccole, vero motore dello sviluppo italiano, ha scelto di diventare im-



Segue a pagina 5 Aldo CARDANI, Vice Presidente del CDAF

## A GENDA DI LISBONA E PATTO DI STABILITÀ E CRESCITA

A settembre si è tenuto a Schevingen - una cittadina olandese ai bordi del mare vicinissima all'Aja - un incontro informale dell'Eurogruppo allargato a tutti i 25 Membri dell'Unione, ovvero, dunque, una riunione non ufficiale dell'Ecofin, con l'obiettivo principale di ridiscutere del *Patto di Stabilità e Crescita*. Esso, com'è noto, era stato congelato nel novembre del 2003, proprio per mano del Presidente italiano di turno dell'Ecofin di allora, il Ministro Tremonti: il Patto non era stato applicato a Francia e Germania che sistematicamente superavano il tetto del 3% del deficit/PIL, perché i Ministri finanziari dell'Unione ritenevano - diversamente dalla Commissione - di dover riconoscere a Berlino e Parigi le attenuanti derivanti da una congiuntura economica particolarmente debole. Il gravissimo conflitto istituzionale fra la Commissione Europea e il Consiglio induceva la prima a ricorrere contro la decisione del secondo all'Alta Corte di Giustizia Europea, che si esprimeva con un giudizio salomonico il 13 luglio 2004, dopo che il 18 giugno era stata adotta dalla Conferenza Intergovernativa di Bruxelles la bozza del Trattato Costituzionale Europeo, poi solennemente firmato a Roma il 25 ottobre scorso dai 25 Stati Membri. Essa riprendeva nella sua interezza l'originale articolo 104c del Trattato di Maastricht sui parametri di finanza pubblica e sulle procedure per disavanzi eccessivi, ma forniva una più chiara *governance* dei rispettivi ruoli di Commissione e Consiglio (illustrati dal Protocollo Aggiuntivo III 76 (6)), assegnando alla Commissione un potere di proposta sulle diagnosi riguardanti i deficit in eccesso, ma solo un potere di raccomandazione circa le corrispondenti terapie.

Nel frattempo, da quasi un anno si sollevavano sempre più frequenti le critiche al Patto di Stabilità e Crescita e una fra esse dominava la scena internazionale: il Patto sarebbe stato, secondo tali detrattori, troppo concentrato sulla stabilità, troppo poco sulla crescita. Soffiava sul fuoco la stragrande maggioranza dei Governi in carica, desiderosi di procacciarsi voti aumentando la spesa pubblica o riducendo le imposte, particolarmente nei grandi Paesi d'Europa, malati di uno sviluppo stentato e di conti pubblici in disordine. Si aggiungevano anche esperti mossi da motivi ideali eterogenei, liberali prevalentemente euroscettici, infastiditi da regole sopranazionali percepite come burocratiche e spesso inappropriate, socialisti o post-keynesiani convinti che il *deficit spending* aiuti a risolvere gli attuali problemi congiunturali e strutturali delle nostre economie, associazioni di consumatori o sindacalisti ostili all'impostazione da loro chiamata degli "eurobanchieri", nella quale senza dubbio manca il dualismo manicheo fra gli scopi della stabilità e quelli della crescita. Infatti, nel tipico approccio di *supply-side* dell'Unione, il Regolamento del Consiglio 1466/97 afferma che "il Patto di Stabilità e Crescita si fonda sull'obiettivo dell'equilibrio delle finanze pubbliche quale strumento per rafforzare le condizioni favorevoli alla stabilità dei prezzi e ad una crescita vigorosa", in modo quindi congiunto: dunque, in questa interpretazione, la debolezza dell'economia europea da più di un decennio dipende poco da carenze ascrivibili alle politiche congiunturali macroeconomiche e più da quelle derivanti dal mal funzionamento dei mercati e dalla combinazione di eccessi e insufficienze strut-

turali della regolamentazione. Tutti i critici sopra menzionati, a gran voce, chiedevano di "lisbonizzare il Patto", ovvero di connetterlo meglio con l'agenda di Lisbona. Ma che cosa vuol dire questo *slogan*?

Il riferimento alla capitale del Portogallo è un modo sincopato per indicare la città in cui si è tenuto il Consiglio Europeo il 23 e il 24 marzo del 2000. Le conclusioni in esso raggiunte sono importanti sia per quanto riguarda gli obiettivi ambiziosi lì posti, sia per quel che concerne gli strumenti, appunto da meglio correlare a quelli del Patto, secondo coloro che considerano quest'ultimo gravemente imperfetto.

Parlando innanzitutto degli scopi dichiarati del vertice, leggo dalle Conclusioni della Presidenza del Consiglio Europeo di Lisbona che "l'Unione si è ora prefissata un nuovo obiettivo strategico per il nuovo decennio: diventare l'economia basata sulla conoscenza più competitiva e dinamica del mondo, in grado di realizzare una crescita economica sostenibile con nuovi e migliori posti di lavoro e una maggiore coesione sociale". Perciò, "tenuto conto dell'apporto significativo della ricerca e dello sviluppo alla crescita economica, all'occupazione e alla coesione sociale, [...] occorre integrare e coordinare meglio le attività di ricerca a livello nazionale e dell'Unione". In aggiunta, "i sistemi europei di istruzione e formazione devono essere adeguati alle esigenze della società dei saperi e alla necessità di migliorare il livello e la qualità dell'occupazione. Dovranno offrire possibilità di apprendimento e formazione adeguate ai gruppi bersaglio nelle diverse fasi della vita: giovani, adulti disoccupati e persone occupate soggette al rischio che le loro competenze siano rese obsolete dai rapidi cambiamenti". I punti chiave dell'agenda di Lisbona sono quattro:

- migliorare l'occupabilità e colmare le lacune in materia di qualificazioni;
- attribuire una più elevata priorità all'attività di apprendimento lungo tutto l'arco della vita quale elemento di base del modello sociale europeo, [...] sfruttando la complementarità tra tale apprendimento e l'adattabilità delle imprese e del loro personale;
- accrescere l'occupazione nei servizi, compresi i servizi personali in cui esiste una notevole scarsità di manodopera; sono possibili iniziative private, pubbliche o del terzo settore, con soluzioni appropriate a favore delle categorie più svantaggiate;
- favorire tutti gli aspetti della parità di opportunità, compresa la riduzione della segregazione occupazionale.

Il Consiglio Europeo di Lisbona ritiene che l'obiettivo generale di queste misure debba consistere, in base alle statistiche disponibili, nell'accrescere il tasso di occupazione dall'attuale media del 61% a una percentuale che si avvicini il più possibile al 70% entro il 2010 e nell'aumentare il numero delle donne occupate dall'attuale media del 51% ad una media superiore al 60% entro il 2010. Il modello sociale europeo, con i suoi progrediti sistemi di protezione sociale, deve fornire un supporto alla trasformazione dell'economia della conoscenza. Tuttavia questi sistemi devono essere adattati, nel contesto di uno stato sociale attivo per dimostrare che il lavoro "paga", per garantire la loro sostenibilità a lungo termine a fronte dell'invecchiamento della popolazione, per promuovere l'inclusione sociale e la parità di genere, e fornire servizi sanitari di qualità".

Per quanto riguarda, invece, gli strumenti di intervento, nel vertice di Lisbona viene dichiarata la rilevanza del metodo del cosiddetto coordinamento aperto, una sorta di *peer pressure*, di sorveglianza multilaterale debole da parte dei *partners* europei su tutti i campi ritenuti di rilievo - da quelli del mercato del lavoro, a quelli della ricerca, della formazione o delle protezioni sociali-. Soprattutto in tale summit si identificano tre modi in cui l'operatore pubblico deve intervenire per conseguire l'economia della conoscenza. Ed è qui che si istituisce il collegamento con il Patto di Stabilità e Crescita, purtroppo però con molte ambiguità. Perché, da un lato, si legge nelle conclusioni della presidenza di Lisbona che la strategia degli Stati Membri dell'Unione deve tendere, coerentemente con il Patto in un approccio di *supply-side*, ad accelerare "il processo di riforma strutturale ai fini della competitività e dell'innovazione e completando il mercato interno" e a "modernizzare il modello sociale europeo, investendo nelle persone e combattendo l'esclusione sociale", ma, dall'altro lato, con molto maggiore ottimismo rispetto all'attuale, si afferma, in una impostazione di *demand-side*, che "l'Unione vanta il miglior contesto macroeconomico di tutta una generazione", sicché basta "sostenere il contesto economico sano e le prospettive di crescita favorevoli applicando un'adeguata combinazione di politiche macroeconomiche". Per quest'ultimo verso, si tratta di un'ottica assolutamente difforme e forse opposta non solo a quella del Patto di Stabilità e Crescita e dell'intera costruzione europea, ma anche alla mia personale. Infatti, in un'Europa che soffre soprattutto di problemi di rigidità e di offerta, un intervento fiscale espansivo basato su una politica keynesiana darebbe luogo a maggiori pressioni inflazionistiche e non si risolverebbe che in misura ridotta in livelli più elevati dell'*output* e dell'occupazione. Da questo punto di vista, sarebbe ben più prioritario in Europa ridare slancio al mercato unico interno, alle liberalizzazioni, agli investimenti in capitale reale ed umano, per accrescere la competitività e battersi con successo nella globalizzazione. Infine bisognerebbe evitare il rischio che le vecchie regole del Patto siano sostituite non con migliori regole, ma con un approccio discrezionale, dove un potere più ampio, differenziato e poco vincolato, sarebbe lasciato agli Stati nazionali: il vincolo "esterno" in molti Paesi produce un bene che la società

Segue a pagina 5

## IN VENDITA I "FISCALI" DELLO SMITHSONIAN

**Francobolli per vino, marijuana, oppio, carte da gioco, tabacchi, birra: servivano ad attestare l'avvenuto pagamento al Fisco delle tasse su queste e altre sostanze o beni. All'asta Bennett in vendita i "Fiscali" dello Smithsonian. di GIANCARLO MOROLLI**

Una delle sezioni più importanti dello Smithsonian Institute è costituita dai "fiscali", francobolli che negli Stati Uniti vantano una tradizione e una cultura collezionistica del tutto particolari. L'uso iniziò intorno alla metà del XVIII secolo, a seguito della tassazione britannica sulle colonie americane. La legge, in vigore il 1° ottobre 1862, con cui il presidente Lincoln intendeva finanziare la guerra civile, portò all'emissione di una serie di 31 valori, dedicati a 28 differenti voci di tassazione, sia per i documenti sia per gli oggetti di proprietà (come medicine, profumi, carte da gioco). Gli stampatori e incisori Butler e Carpenter di Filadelfia realizzarono questi esemplari con risultati eccellenti. Seguirono poi la seconda e la terza emissione. Unitamente alle carte bollate, per il loro immediato valore testimoniale della storia economica americana, queste serie sono tra le più popolari tra i collezionisti statunitensi, laddove i francobolli postali rappresentano per lo più commemorazioni a posteriori. Fra le numerose tipologie di fiscali, di particolare interesse le emissioni relative alla tassazione dei prodotti medicinali, fra cui l'oppio, sostanza per cui nel 1879 uscirono i primi esemplari. Nel 1915 l'Harrison Narcotic Act stabilì una tassa annuale per il commercio di sostanze narcotiche dando il via ai rispettivi francobolli, cui si aggiunsero nel 1938-1953 quelli per la marijuana, divenuta nel 1937 oggetto di una legge che tassava i farmacisti. Altri prodotti "cari" al Fisco furono i cordiali, i vini e gli champagne, in base a una legge del 1914 tassati a seconda delle dimensioni del contenitore e della tipologia della bevanda; la prima emissione specifica fu del 1916, cui altre seguirono per un quarantennio.

Durante il proibizionismo i fiscali furono usati per i vini utilizzati per le celebrazioni religiose e per scopi medicinali, permessi dalla legge ma sottoposti a tributo. Le prime emissioni per la birra, emesse fra il 1866 e il 1955, furono bicolori, realizzati con due differenti processi: la cornice stampata dalla National Bank Note Co. e il centro dal Bureau of Engraving and Printing. La tassa sull'argento fu invece introdotta nel 1934 con l'intento di bloccare le speculazioni sul metallo prezioso e rimase in vigore sino al 1963. All'asta Matthew Bennet di New York del 12 febbraio 2005 numerosi di questi francobolli sono stati venduti su commissione dello Smithsonian Institute; si tratta di alcuni dei 7.800.000 pezzi trasferiti tra il 1954 e il 1977 dal "Servizio Tasse" del Ministero del Tesoro allo Smithsonian. Della donazione l'istituto ne ha destinati 400.000 alla collezione nazionale, e una parte a una decina di musei e istituzioni filateliche, tra cui la British Library. 35mila sono stati ceduti alla Bennett, con l'impegno dello Smithsonian di distruggere altri esemplari dello stesso materiale o di venderlo dopo averlo "marchiato", per non turbarne le quotazioni. Grande successo ha avuto la vendita: la stima generale di \$1.900.000 è stata ampiamente superata dal realizzo complessivo di \$3.300.000. Top price da \$23.000 il fiscale per il vino da 1 7/10 c. ■

Articolo pubblicato per gentile concessione della rivista "Il Collezionista" su segnalazione della dott.ssa Bruna CAMERANO, Responsabile Amministrativo della Bolaffi spa e Socio del CDAF.

## LA PERSONA AL CENTRO

In questa nostra epoca di globalizzazione, innovazione, competizione, di fronte alla complessità delle situazioni e alla intensità dei cambiamenti, si avverte un atteggiamento diffuso, generalizzato, insistente che caparbiamente vuole semplificare tutto, portando ogni fenomeno ad una riduzione quantitativa, con una sintesi numerica facile per percezione ed approccio, ma grossolana di significato. Vediamo alcuni esempi di questa stortura riduzionistica, che troviamo nel mondo economico, culturale, sociale.

L'enfasi circa la capacità dell'impresa di stare sul mercato viene identificata con l'espressione "creazione di valore": mentre nelle descrizioni di tale terminologia si delineano tantissime componenti (dall'ambiente alle comunità locali, alla formazione, ecc.) poi tutto si riconduce in un numero. Una semplificazione arbitraria, vetero finanziaria, che non riesce a dar conto di tutto il potenziale aziendale. In effetti, questa creazione di valore si limita al versante degli azionisti e riflette la quotazione borsistica che, come è noto, è influenzata da dinamiche esterne alla tipologia, alle caratteristiche, all'identità dell'impresa.

Nella scuola, il percorso dell'istruzione è sempre più sottoposto alla logica dei numeri (il 3+2, i crediti formativi, le scansioni orarie, ecc.) anziché all'accumulazione qualitativa del conoscere e all'utilizzazione di questo processo per saper essere, per saper fare, per saper vivere.

Nel mondo dello sport, tutto è funzionale all'esito, subordinando a ciò ogni altra dimensione esistenziale, e per raggiungerlo, viene rimosso ogni vincolo, psichico, fisico, di far play, ecc. Gli esempi potrebbero continuare. Questa logica semplificativa mette come verità l'assunto "quello che conta è il risultato"; così la ricchezza e il possesso del denaro, la notorietà e la diffusione dell'immagine, il punteggio della promozione, ecc. ecc. diventano i must da mostrare e notificare. La priorità assoluta posta sul "risultato", al di là del giudizio di adeguatezza a rappresentare la complessità fenomenologica, induce una serie di anomalie alquanto pericolose.

La prima riguarda la centralità dell'oggettivizzazione: è il numero, è il dato, è l'evento che assume la valenza del simbolo, la persona passa in secondo piano, diventa strumento. Ma ciò significa capovolgere l'ordine naturale, secondo cui il fine è l'uomo. Una seconda riguarda l'annullamento della gradualità, con la compattazione della sequenza temporale: tutto si concentra sul momento, sull'attimo, il prima e il dopo vengono oscurati, per cui non si fa storia, si elimina la dinamica del concatenamento sequenziale. Una terza, grave, riguarda la mancanza di una correlazione tra comportamenti e risultati; non esiste più quella consequenzialità che induceva certi comportamenti per ottenere, normalmente, certi risultati; non contano i valori che danno senso alla determinazione, alla costanza, alla tenacia; non costituiscono più condizione necessaria, anche se non sufficiente.

Sono distorsioni che entrano nelle "logiche" dell'opinione pubblica. "Mando mio figlio a scuola, pago le tasse, ho diritto che sia promosso"; "mi faccio operare da un chirurgo, pago la sua prestazione, ho diritto alla guarigione". "Faccio una gara, mi sottopongo a pratiche di implementazione del mio fisico che pago, ho diritto ad arrivare primo". No, non c'è il diritto al risultato. C'è il diritto all'apprendimento, c'è il diritto alla salute, c'è il diritto alla sportività, ma non il diritto, in quanto pago, all'esito garantito. Questo criterio del risultato si salda con la deriva contrattualistica del versante finanziario che fa diventare normali comportamenti invece abnormi. La reputazione concentrata sul risultato costituisce una merce di scambio, non un processo virtuoso strutturale e continuo di trasparenza, onestà, rispetto, affidabilità, ecc. E allora, che fare?

Nelle professioni, il "this is my job", per soddisfare il mandato, e/o l'incarico ricevuto non va limitato alle tecniche, ma deve comprendere la valenza etica praticata coerentemente step by step, esaltando anzi la qualità del procedere. Altrimenti si diffonde il messaggio che nella società vincono solo i più forti e i più furbi; il che porta al regresso dell'insieme delle relazioni sociali, riduce lo spazio della domanda della best practice, e soprattutto non emerge la persona come il referente del nostro agire. È questo il supplemento di impegno che deve spingere persone come noi "ucidini", motivati dall'insegnamento di Cristo ad operare con il discernimento, che qualifica l'esito come frutto di un agire sano e corretto, ripristinando le logiche del circuito virtuoso. Perché così si recupera il senso progettuale dell'esistenza, che non è sommatoria di attimi, ma percorso cosciente, consapevole, coerentemente duraturo.

Anche la rete di relazioni, su cui si sostanzia il mercato, deve sempre coinvolgere soprattutto un'altra dimensione, da valorizzare comunque: la soggettività dell'uomo. ■

Prof. Angelo FERRO,  
Presidente Nazionale UCID (Unione Cristiana Imprenditori Dirigenti)



## ANALISTI FINANZIARI TRA REGOLAMENTAZIONE ED ETICA PROFESSIONALE

Con la crisi dei mercati finanziari successiva alla "bolla internet" e gli scandali societari che ne sono seguiti, il problema dell'indipendenza degli analisti finanziari e dei conflitti d'interesse legati all'attività di analisi sono emersi con forte evidenza, portando ad un rafforzamento dei presidi di tipo legislativo e regolamentare in molti paesi occidentali ed asiatici, e a numerose iniziative di auto-regolamentazione da parte delle associazioni professionali di categoria.

Crediamo che ci siano tre criteri fondamentali, tre "pilastri", da tenere sempre presenti nell'affrontare, sia dal punto di vista del regolatore, sia da quello delle associazioni professionali, la complessa problematica dei conflitti d'interesse.

### 1. L'equilibrio tra tutela del risparmio e flessibilità

A nostro giudizio, l'obiettivo di ogni intervento regolamentare in materia di conflitti d'interesse dovrebbe essere la ricerca del giusto equilibrio tra due esigenze egualmente meritevoli di tutela: da un lato, le esigenze di protezione degli investitori al fine di ristabilire condizioni di fiducia sui mercati; dall'altro, le esigenze degli intermediari finanziari, perché siano assicurate condizioni operative flessibili. Non avrebbe senso infatti rendere eccessivamente oneroso l'accesso da parte degli investitori al complesso di professionalità possedute dagli intermediari e, nello specifico, dagli analisti finanziari che operano all'interno di tali sistemi.

### 2. Il dialogo tra "pubblico e privato"

Il percorso verso qualsiasi riforma regolamentare sul tema dei conflitti d'interesse dovrebbe prendere la forma di un dialogo continuo e collaborativo tra il "pubblico" e il "privato". È nostra forte convinzione infatti che una buona auto-regolamentazione riduca l'ambito di applicazione della regolamentazione primaria e secondaria. Da quest'ultima, però, l'autoregolamentazione può trarre la capacità di enforcement e l'applicabilità delle sanzioni, e quindi, in definitiva, accrescere la sua efficacia.

### 3. Gli analisti come "parte di un sistema complesso"

L'analista finanziario fa parte di un sistema complesso, nel quale le fattispecie di conflitto d'interesse sono potenzialmente numerose, e coinvolgono spesso più soggetti e più livelli della struttura del business, contemporaneamente. Gli interventi regolamentari a tutela dell'indipendenza dell'analista devono tenere conto di tale complessità, comprendendo tutta la "catena" dell'analisi finanziaria, con interventi specifici per ciascun segmento del business servizi finanziari: dalle società emittenti, alle diverse tipologie di produttori di ricerca, agli intermediari, alle diverse tipologie di utenti.

Il tema centrale rimane quello dell'indipendenza dell'analista finanziario e dei conflitti d'interesse, cui può trovarsi esposto nell'esercizio della sua attività professionale. Tali conflitti d'interesse possono infatti tradursi in altrettante indebitte pressioni sull'integrità professionale dell'analista. Non vi è, infatti, chi non comprenda che anche il migliore analista finanziario sotto il profilo tecnico e deontologico, se non viene efficacemente garantita la sua autonomia di giudizio, non può assolvere al suo dovere professionale nei confronti degli utenti delle sue analisi. Colpevolizzare tout court l'analista non inanca nel-

la sostanza la vera origine del problema. Le soluzioni devono essere invece cercate su diversi livelli, tanti quante sono le diverse parti in causa: le società oggetto dell'analisi; i dipartimenti di finanza aziendale delle istituzioni finanziarie; gli analisti finanziari, che devono comunque operare in coerenza con i principi cardine del mercato, trasparenza, integrità, deontologia.

Per ciò che riguarda le **società quotate**, oggetto delle analisi, una strada da percorrere è quella di applicare in maniera più stringente i principi relativi alla "fair disclosure", ossia assicurare parità d'accesso di analisti ed investitori all'informazione finanziaria delle società quotate. La principale implicazione per gli analisti finanziari è, in primis, un maggior valore aggiunto nel lavoro dell'analista: ne verrebbe enfatizzata la capacità di raccogliere informazioni anche da altre fonti (competitors, fornitori, fonti settoriali) e di legarle insieme in un quadro coerente, con ciò portando ad un ampliamento qualitativo del lavoro dell'analista.

Riguardo ai **dipartimenti di finanza aziendale** delle istituzioni nelle quali opera l'analista, in primo luogo, è auspicabile una efficace ed esplicita disclosure dei conflitti di interesse effettivi e potenziali. A questo proposito, osserviamo che ciò che conta non è la "quantità" delle disclosure, ma la "qualità" (dare evidenza a quelle fattispecie che concretamente possono dare luogo a conflitti e pregiudicare l'integrità dell'analista). L'attuale regolamentazione Consob è l'imminente Market Abuse Directive si muovono in questa direzione. In secondo luogo, sembra opportuno un consolidamento della separazione organizzativa tra le attività di mercato primario (corporate advisory) da quelle di mercato secondario (intermediazione e asset management advisory, che include la ricerca). L'AIASF raccomanda solidi presidi organizzativi all'interno degli intermediari polifunzionali, a tutela dell'integrità dell'analista, ed una forte responsabilizzazione del senior management nella gestione dei conflitti d'interesse.

Venendo, last but not least, agli **analisti finanziari**, da tempo l'AIASF persegue una strategia coerente basata su un doppio livello di interventi:

- Riconoscimento formale della professione di analista
- Codici di comportamento più stringenti

L'analista finanziario è una professione specialistica, che ha a che fare con una materia delicata come il risparmio ed i suoi impieghi. È indispensabile pertanto che chi esprime un giudizio di investimento abbia caratteristiche professionali ed etiche comprovate ed omogenee per tutta la categoria, e l'esperienza necessaria per svolgere l'incarico. In questo non vediamo alcuna differenza tra l'analista finanziario ed altre professioni che richiedono adeguato tirocinio e certificazione.

L'AIASF ha svolto un ruolo attivo e propositivo su queste tematiche, sia a livello domestico che a livello internazionale.

Un tema di grande rilevanza, collegato alla formazione e qualificazione professionale dell'analista finanziario, è quello della **necessità di una formazione specifica su tematiche professionali e regolamentari di carattere nazionale/comunitario**. Tale aspetto deve, a nostro avviso, rappresentare una caratteristica fondamentale di chi opera nel mercato italiano, tanto più se potenzialmente soggetto a registrazione/vigilanza da parte di un'authority nazionale. Noi crediamo che non avrebbe senso avere in Italia ed in Europa analisti finanziari perfettamente a loro agio, per esempio, con il Sarbanes-Oxley Act o con le regole della Borsa USA e, al tempo stesso, a digiuno del sistema delle Direttive Europee in materia finanziaria o, peggio, del Testo Unico della Finanza, dei regolamenti CONSOB e delle rilevanti leggi e regolamenti esistenti, o in corso di definizione, se si tratta di analisti italiani.

Siamo convinti che, sia a livello di formazione di base iniziale, necessaria per intraprendere la professione, sia a livello di aggiornamento successivo, l'analista finanziario debba ricevere una formazione specifica in tema di market practices e regolamentazioni comunitarie e nazionali: all'interno di un mercato Europeo dei capitali integrato esiste infatti un livello di realtà nazionali, ove le market practices, le consuetudini operative, le regolamentazioni esistenti, espressione delle culture nazionali, differiscono tra loro; gli analisti che operano in questi segmenti territoriali dovranno quindi conoscere, in primis, la struttura di tali mercati.

In sintesi, quali devono essere i requisiti essenziali per assicurare indipendenza nell'attività dell'analista e qualità al lavoro di ricerca? Crediamo che possano essere così sintetizzati:

- Chiarezza nella produzione di studi e ricerche (gli studi non si devono prestare ad interpretazioni ambigue, fuorvianti, ingannevoli);

- Competenza ed integrità personale e professionale (gli studi devono riflettere le opinioni dei loro autori ed essere prodotti da analisti con adeguata esperienza e training);

Segue a pagina 5

## PRIMA DEI DECRETI REGI I "MANIFESTI CAMERALI"

Sin dall'epoca medievale esisteva nei domini sabaudi un ufficio addetto al controllo della gestione patrimoniale e fiscale del patrimonio del signore. Nel 1560 Emanuele Filiberto istituì la "Camera dei Conti", sovrana e indipendente, per trattare gli affari del ducato - poi regno - e controllare le finanze del demanio e del patrimonio regio. Si trattava quindi di una magistratura contabile con vaste competenze, anche di generale controllo sulla pubblica amministrazione, sino a che Carlo Alberto non ne limitò le competenze al solo contenzioso amministrativo. L'attuale Corte dei Conti è l'erede della Camera sabauda. Per la pubblicazione delle norme che emanavano, le magistrature potevano servirsi degli strumenti giuridici dell'epoca, di cui uno era il "manifesto". Quelli pubblicati dalla Camera dei Conti erano detti, appunto, "camerali": si trattava di veri e propri manifesti, o locandine, in senso moderno (una delle dimensioni più ricorrenti era quella di una pagina di questa rivista), destinati ad essere affissi nelle vie, in cui erano stampate le norme. Fra le materie su cui la Camera poteva emanare disposizioni vi erano, per esempio, il lotto, la carta bollata, i dazi, le tariffe dei generi di monopolio e anche le poste, ritenute questione finanziaria. I temi postali affrontati dai manifesti camerali erano le emissioni, le disposizioni e le tariffe: per esempio, furono due manifesti camerali che istituirono i "Cavallini", quei fogli di carta bollata emessi nel 1819 e nel 1820, precursori dei moderni interi postali. Con il nuovo ordinamento costituzionale del regno di Sardegna, le varie competenze passarono ai ministeri e cessò la produzione di manifesti camerali. (n.s.)  
6. L'annuncio dei "Cavallini". Con il manifesto camerale del 3 dicembre 1818 la Corte dei Conti sabauda dava notizia dell'entrata in uso dei "Cavallini". Sulla notizia era apposta anche la stampigliatura dei tre bolli. ■

Articolo pubblicato per gentile concessione della rivista "Il Collezionista" su segnalazione della dott.ssa Bruna CAMERANO, Responsabile Amministrativo della Bolaffi spa e Socio del CDAF.



- Disclosure dei conflitti d'interesse e loro prevenzione e gestione (con adeguata responsabilizzazione del management dell'intermediario che distribuisce gli studi);

- Integrità di mercato nella diffusione di studi e ricerche (ci deve essere trasparenza sulle modalità e la tempistica di diffusione degli studi al mercato).

L'AIASF è fortemente impegnata con le sue strutture associative e con l'impegno quotidiano dei suoi associati nel perseguimento di questi obiettivi e nella traduzione dei principi sopra esposti in azioni e comportamenti concreti. ■

Giampaolo TRASI,  
Presidente AIASF (Associazione Italiana degli Analisti Finanziari)

Segue da pagina 1

prenditrice nell'azienda familiare dopo aver fatto altre esperienze professionali (oltre il 55%), mentre, tra le imprenditrici che hanno creato da nulla la loro azienda, il 44% ha iniziato tra i 25 ed i 36 anni ed il 34% dopo i 36 anni. Sul fronte locale, presso il Comune di Torino, ed i dati sono riferiti alla fine del 2000, i Dirigenti donna erano 57 (il 32%) su un totale di 178, mentre alla Provincia di Torino, su un totale di 56 Dirigenti complessivi le donne erano solo 13. Da entrambe le indagini traspare, dunque, come si manifesti fortissimo il riconoscimento delle capacità gestionale e di innovazione delle donne in ruoli di responsabilità, anche confutando stereotipi che forse derivano più da diffidenze e non conoscenza della realtà e, forse, anche da qualche timore...? Cosa occorre dunque per avere una vera leadership al femminile nella next economy?

È necessaria una maggiore visibilità per le donne manager, spesso limitate nella propria capacità imprenditoriale all'interno di strutture di lavoro ancora troppo maschiliste, far conoscere i risultati raggiunti nei vari ambiti lavorativi, il raggiungimento degli obiettivi dell'azienda e/o del settore di cui si ha la responsabilità, della crescita dei collaboratori e del clima aziendale, della capacità innovativa dell'organizzazione.

Non a caso, Neelie Kroes, 63 anni, olandese, è stata scelta dal Presidente entrante della Commissione Barroso per ricoprire l'incarico di Commissario europeo alla concorrenza, al posto del professor Mario Monti, per la sua riconosciuta "grandissima esperienza" nel mondo degli affari e del settore privato: è la prima donna-manager ed ex-ministro a svolgere questo ruolo, uno dei più ambiti a Bruxelles perché decisivo nell'approvazione o bocciatura di scalate finanziarie e fusioni a livello mondiale. Infine, sono convinta che debba essere promossa una vera e propria rete di dialogo, a cui possano far riferimento tutte le imprenditrici e le donne con ruoli di responsabilità in ambito internazionale: un collegamento che consentirebbe un positivo interscambio di esperienze per vincere la sfida del domani che vuole più equilibrata la presenza di donne e di uomini nel lavoro e nella società. ■

Anna FERRERO,  
ACTA CONSULTING Srl  
e Presidente di AEM Distribuzione di Torino

Segue da pagina 2

dal suo interno non sa scegliere; l'alternativa potrebbe in linea di principio essere data da processi annunciati di autodisciplina, che vengono confermati per ragioni di reputazione e credibilità, ma come pensare che il timore di perdere la reputazione induca nell'Unione a comportamenti coerenti agli annunci, se precisamente la storia recente del Patto di Stabilità e Crescita mostra che esso "si interpreta" per i forti, mentre "si applica" ai deboli d'Europa?

Perciò, nonostante gli evidenti limiti del Patto, in particolare perché non adotta la golden rule, distinguendo il diverso peso sociale imposto dalle spese pubbliche produttive rispetto alle improduttive, e perché non correla i tetti sulle percentuali di deficit/PIL alle quote di debito/PIL dei vari Paesi, sono abbastanza propensa a pensare che l'argomento del Presidente della BCE, Trichet, volto a chiedere di "non riformare" il Patto stesso sia, tutto considerato, fondato. Al peggio, infatti, non c'è mai limite e non debbono rassicurare le "buone intenzioni" dei potenziali innovatori, ammesso (e non concesso) che esse siano oggi preponderanti nell'Unione, perché "anche l'inferno ne viene lastricato". (L'articolo è stato pubblicato anche su la "Guida Monaci" - www.guidamonaci.com) ■

Fiorella KOSTORIS PADOA SCHIOPPA,  
Professoressa di Economia Politica e di Macroeconomia presso l'Università "La Sapienza" di Roma, Economista, ex Presidente dell'Isae, l'Istituto pubblico di analisi e previsioni economiche, Grande Ufficiale al Merito della Repubblica Italiana e "Officier dans l'Ordre National de la Légion d'Honneur"

## CASO PARMALAT: ANALISI DI BILANCIO

Il "Caso Parmalat" ha riaperto il dibattito in merito alla necessità di un'informazione finanziaria di qualità a supporto delle scelte degli investitori e, conseguentemente, all'esigenza di maggiore efficacia degli organi di controllo deputati a garantire l'attendibilità dell'informazione finanziaria. Gli stakeholders interessati dal crack della società sono infatti numerosi: i dipendenti, i fornitori ed il cosiddetto indotto, gli investitori, i finanziatori (istituzionali e privati), gli organi di controllo, le società di rating, l'amministrazione finanziaria e la società civile. Di seguito viene analizzata l'informazione finanziaria del gruppo Parmalat a partire dal 1998 al fine di mettere in evidenza se da tale documentazione a disposizione dell'analista esterno fosse possibile ravvisare segnali di squilibrio economico, finanziario e patrimoniale (si tratta della documentazione finanziaria pubblica).

### L'informativa finanziaria

Le società quotate (i titoli Parmalat erano quotati nel Mib 30) hanno i maggiori obblighi informativi verso il mercato. Al fine di fornire informazioni adeguate ai portatori di interesse, le società quotate devono rendere pubblici i seguenti documenti:

- bilancio di esercizio annuale;
- bilancio consolidato annuale;
- relazione semestrale;
- relazione trimestrale.

Per quanto riguarda il giudizio degli organi di controllo devono essere redatti i seguenti documenti:

- relazione del collegio sindacale;
- giudizio della società di revisione sul bilancio d'esercizio e consolidato;
- giudizio della società di revisione sulla relazione semestrale.

Accanto a tale documentazione finanziaria nel caso del gruppo Parmalat era disponibile anche il giudizio di affidabilità finanziaria, il rating emesso da Standard & Poor's.

### Il rating

Uno strumento importante al quale le società (non solo quelle quotate) possono ricorrere è il rating. Il rating rappresenta la valutazione espressa da un soggetto esterno e indipendente (le società di rating) relativamente all'affidabilità finanziaria, cioè la capacità di un emittente di far fronte puntualmente al pagamento del capitale e degli interessi relativi ad un'emissione di titoli rappresentativi del debito (ad esempio, il rimborso alla scadenza dei Corporate Bonds). Tale valutazione è rappresentata da un giudizio sintetico che riflette la classe di merito dell'emittente o dell'emissione e permette un confronto immediato tra i profili di rischio di titoli in circolazione sul mercato prescindendo dalla natura dell'emittente. Il giudizio è fondato su informazioni e dati sia pubblici sia riservati, forniti dall'emittente. L'analisi dell'emittente, della sua situazione economica-finanziaria presente e prospettica, del suo ambiente di riferimento, delle caratteristiche del settore in cui opera, è finalizzata alla valutazione delle capacità di mantenere flussi di cassa tali da consentire il regolare servizio ed il rimborso del debito oggetto di rating. Il rating deve essere in grado di soddisfare le esigenze differenti e spesso contrastanti delle seguenti categorie di attori:

- *l'investitore*: a cui fornisce notizie e indicazioni sufficienti ad assumere decisioni ponderate grazie alla valutazione della probabilità di insolvenza di un titolo in relazione a tutti gli altri titoli mobiliari della stessa specie valutati;

- *l'emittente*: per il quale tale giudizio di affidabilità finanziaria rappresenta un "passaporto" che consente di presentarsi sui mercati internazionali al fine di reperire fonti di finanziamento nella forma e soste-

nendo un costo adeguato.

### Il rating dei bonds Parmalat

Nelle pagelle di Standard & Poor's Parmalat riportava fin dal novembre 2000 il voto "BBB-" e godeva quindi di un giudizio di bassa probabilità di insolvenza. Nell'estate del 2002 il rating è poi stato aggiornato in positivo e quindi i titoli Parmalat sono stati inseriti nei titoli ragionevolmente sicuri consigliabili a investitori non esperti.

### Analisi di bilancio del gruppo PARMALAT

Di seguito viene presentata un'analisi dei bilanci consolidati pubblicati dal gruppo Parmalat tra il 1998 ed il 2003, ai fini di valutarne l'andamento economico, finanziario e patrimoniale.

L'analisi è presentata distinguendo tra i seguenti aspetti della gestione:

- analisi della situazione finanziaria di:
  - medio e lungo termine;
  - breve termine;
- analisi della solidità patrimoniale dell'impresa;
- analisi della redditività.

L'analisi della situazione finanziaria è finalizzata a comprendere la capacità/incapacità del gruppo di rimborsare tempestivamente ed economicamente i debiti alla scadenza e la coerenza tra investimenti e relative modalità di copertura. L'analisi della solidità patrimoniale si propone di valutare la relazione tra capitale di rischio e capitale di credito ed il grado di copertura degli investimenti del gruppo attraverso il capitale di rischio. L'analisi della redditività consente di valutare se i risultati economici del gruppo sono sufficienti a garantire un'adeguata remunerazione degli azionisti.

### Analisi della situazione finanziaria a medio e lungo termine

L'analisi della situazione finanziaria di medio e lungo termine si propone di valutare la coerenza/coerenza tra investimenti a lento ciclo di realizzo (ad esempio, fabbricati, macchinari, ecc.) e modalità di finanziamento. La situazione finanziaria si presenta in equilibrio quando gli investimenti a lento ciclo di realizzo sono finanziati attraverso modalità di finanziamento a medio/lungo, ovvero attraverso capitale di rischio o indebitamento a medio/lungo (ad esempio, prestiti obbligazionari, mutui bancari). La situazione finanziaria di medio e lungo termine del gruppo si presenta sostanzialmente in equilibrio. Nonostante la Parmalat non sia in grado di coprire gli investimenti a medio e lungo termine (le immobilizzazioni iscritte nell'attivo di bilancio) con il solo patrimonio netto (cioè il capitale di rischio) - il margine di struttura è infatti negativo per tutto il periodo considerato - con il contributo dei debiti a medio e lungo termine l'impresa riesce a coprire abbondantemente tutti gli investimenti. Il capitale permanente, rappresentato dalla somma tra patrimonio netto e indebitamento a medio e lungo termine, è infatti abbondantemente in grado di coprire gli investimenti immobilizzati come messo in evidenza dal valore del *capitale circolante netto* sempre ampiamente positivo ed in costante crescita a partire dal 1998 fino al 2001. Gli indicatori esaminati mettono quindi in evidenza gli investimenti a lento ciclo di realizzo (rappresentata dalle immobilizzazioni iscritte nell'attivo) sono finanziate attraverso forme di finanziamento a medio/lungo ciclo di rimborso (capitale di rischio e indebitamento di medio/lungo).

### Analisi della situazione finanziaria a breve termine

L'analisi della situazione finanziaria a breve termine si propone di valutare la capacità/incapacità di far fronte prontamente ed economicamente ai pagamenti in scadenza. Un primo esame della situazione finanziaria a breve termine mette in evidenza una situazione apparentemente anomala. Infatti, l'impresa si presenta in grado di far fronte alle passività di breve termine (debiti in scadenza nei prossimi dodici mesi) ampiamente attraverso la liquidità immediata (depositi bancari, cassa e titoli prontamente smobilizzabili) e differita (crediti scadenti in scadenza entro l'esercizio successivo), come messo in evidenza dal *margine di tesoreria*. L'indice di liquidità superiore a 1,5 indica che il gruppo presenta una liquidità disponibile entro i prossimi dodici mesi pari a una volta e mezza quella necessaria a far fronte ai debiti in scadenza nei prossimi dodici mesi. L'indicatore presenta un trend positivo in tutto il periodo considerato. Tale situazione particolarmente positiva ma allo stesso tempo anomala (considerato il livello di indebitamento del gruppo) appare con evidenza dalla comparazione con il dato medio (pari a 0,75) relativamente all'esercizio 2002 delle imprese quotate sul MIB30. Il miglioramento del margine di tesoreria non è dovuto ad una contrazione dell'indebitamento di breve termine, ma ad un incremento della liquidità e degli investimenti a breve (in particolare si nota un incremento degli investimenti in attività finanziarie). Dall'esame della posizione finanziaria netta di breve periodo, determinata dalla somma algebrica fra attività a breve e passività a breve esclusivamente di natura finanziaria, si nota infatti che l'incremento del margine di tesoreria è accompagnato ad un trend di incremento delle passività correnti. La posizione finanziaria netta di breve periodo denota una correlazione anomala tra indebitamento finanziario di breve periodo e investimenti finanziari e liquidità a breve, infatti, ad esempio nell'esercizio 2002, il gruppo presentava una liquidità attiva (pari a 3.398.537) superiore al doppio dei debiti finanziari di breve periodo (pari a soli 1.439.826). Le cause e le scelte gestionali che hanno prodotto la variazione della liquidità del gruppo possono essere individuate attraverso l'analisi dei rendiconti finanziari di liquidità. Nel periodo osservato l'esame dei rendiconti finanziari mette in evidenza come la liquidità aziendale si sia incrementata tra il 1998 ed il 2000, per poi subire una sostenuta riduzione negli esercizi 2001 e 2002. In particolare, appare critica la riduzione di liquidità che si è determinata negli ultimi due esercizi, poiché nel corso del biennio 2001 e 2002 il decremento di liquidità del gruppo Parmalat ammonta a circa 970 milioni di euro. Nel ricercare le cause che hanno determinato la riduzione di liquidità è possibile sottolineare i seguenti aspetti:

- la gestione operativa del gruppo (*cash flow attività operative*) non incide in quanto la liqui-

## ATTIVITÀ ANNO 2004

**9 DICEMBRE 2004** - "Cena degli auguri di Natale" al Turin Palace Hotel - <http://www.cdaf.it/italiano/>

**6 DICEMBRE 2004** - alle ore 17,30 presso la S.A.A. Incontro organizzato dall'AIASF, Associazione Italiana Analisti Finanziari, in collaborazione anche con il nostro Club, sul tema "La creazione di valore nelle holding" - <http://www.cdaf.it/italiano/>

**26 OTTOBRE 2004** - incontro sul tema: "Organi sociali e management d'impresa - un mestiere a rischio? Le nuove responsabilità, la riforma del diritto societario, le soluzioni assicurative" - <http://www.cdaf.it/italiano/>

**11 - 13 OTTOBRE 2004** - XXXV CONGRESSO IFAFEI - Firenze, Palazzo Corsini (per informazioni visitare il sito <http://www.andaf.it/>) - <http://www.cdaf.it/italiano/>

**28 SETTEMBRE 2004** - incontro sul tema "Rischi e opportunità finanziarie per operatori aziendali in materia di cambi, tassi di finanziamento e materie prime"; relatore il dr Robert G. Baron, managing director di Deltafore. Distribuito in omaggio il libro "Charting & Forecasting Analisi tecnica dei mercati finanziari" di Giuseppe V. Baron; - <http://www.cdaf.it/italiano/>

**8 GIUGNO 2004** - Castello di Mazzè Assemblea sociale con cena allietata dalla musica originale del Guitar Project Trio. - <http://www.cdaf.it/italiano/>

**19 MAGGIO 2004** - in collaborazione con PricewaterhouseCoopers e in Interclub incontro su "Bilancio di sostenibilità"; strumento di gestione e comunicazione d'impresa; relatori Paolo Bersani di PricewaterhouseCoopers, Maria Cristina Balma di OSIF e testimonianza del vice presidente del CDAF Gianfranco Barzaghi, direttore generale di Buzzi Unicem; - <http://www.cdaf.it/italiano/>

**8 MAGGIO 2004** - in collaborazione con Attec (Associazione nazionale laureati in economia e commercio) "La riforma delle srl" il punto dopo 4 mesi di applicazione; relatori prof. Oreste Cagnasso, notaio Giulio Binio, commercialisti Mario Pia, Luca Tarditi, Alessandro Cotto e con la partecipazione dell'on.avv. Michele Vietti; - <http://www.cdaf.it/italiano/>

**16 APRILE 2004** - in collaborazione con l'ANDAF (Associazione Nazionale Direttori Amministrativi e Finanziari) e con lo Studio Legale Tributario in Association with Ernst & Young convegno sul tema: "La riforma della tassazione societaria - Dialogo ragionato di fiscalità d'impresa" con tavola rotonda. Relatori: Giuseppe Bonari, Marco Bosca, Alessandro Vicini Ronchetti dello Studio Legale Tributario; Ambrogio Virgilio della Reconta Ernst & Young; Francesco Crovato dell'Università di Ferrara-Centro Studi Ernst & Young; Bruno Ferroni della Ferrero; - <http://www.cdaf.it/italiano/>

**30 MARZO 2004** - sponsorizzato da Sanpaolo IMI - 1) Focus gestionale "Balanced scorecard- Come orientare processi e risorse verso gli obiettivi aziendali"; relatore Gianro Quattraro Consulente aziendale;

2) focus finanziario "Utilizzo di carte di pagamento e smart card: sicurezza operativa ed efficienza nell'amministrazione aziendale"; relatore Enrico Balestra dell'Area Torino Sanpaolo; - <http://www.cdaf.it/italiano/>

**23 FEBBRAIO 2004** - in collaborazione con la SIAV Group di Genova "Creazione del valore - Gestione elettronica dei documenti"; relatore Roberto Peccilli, amministratore delegato della SIAV e testimonianze: del socio Giacomo Romano e di Carlo Chiolero del Gruppo Cortiplast; di Giovanni Cucco della Corcos Industriale e di Lorenzo Anzola della Cartere Burgo; - <http://www.cdaf.it/italiano/>

**26 GENNAIO 2004** - in collaborazione con AFC Consulting di Alessandria "Il processo di valutazione e selezione del sistema informativo aziendale"; relatori Fabio Bellinaso, Franco Martelli, Ruggero Ligotti dell'Action stessa, con testimonianza del nostro socio Cesare Amprino della Raspin SpA; <http://www.cdaf.it/italiano/>

dità generata dalla gestione presenta valori pressoché costanti nel periodo esaminato, infatti sia i risultati d'esercizio che la gestione dei rapporti di natura finanziaria legati all'attività operativa (cioè le variazioni dei crediti e debiti operativi e delle rimanenze) presentano valori sostanzialmente costanti nell'arco degli esercizi esaminati;

- gli *investimenti* non hanno inciso in quanto negli ultimi due esercizi il saldo algebrico degli investimenti è poco superiore alla metà degli investimenti netti effettuati negli esercizi 1998 e 1999;

- l'*attività di finanziamento* incide pesantemente sulla riduzione della liquidità.

Quest'ultimo aspetto è di particolare rilevanza poiché l'assorbimento di liquidità nel 2002 è dovuta principalmente dalla riduzione di patrimonio netto, per l'ammontare di oltre 821 milioni di euro. Si segnala inoltre che nell'esercizio 2002 sono stati effettuati consistenti investimenti in titoli per un ammontare complessivo netto di oltre 1 miliardo e 119 milioni di euro. L'investimento nei titoli consente di comprendere l'apparente incongruenza rappresentata dall'incremento del margine di tesoreria accompagnato da una riduzione consistente della liquidità complessiva. L'investimento nei titoli produce infatti da un lato una riduzione delle disponibilità liquide, dall'altro un miglioramento del margine di tesoreria poiché tali investimenti sono stati iscritti come titoli prontamente realizzabili. La liquidità prodotta dalla gestione operativa (cash flow) deve consentire di rimborsare i debiti finanziari.

### Analisi dell'aspetto patrimoniale: la solidità patrimoniale

L'analisi della situazione patrimoniale si propone di valutare la solidità patrimoniale del gruppo, il peso del capitale di rischio investito nel gruppo rispetto al capitale di credito. Dalla rappresentazione del grado di indebitamento, espresso dal rapporto tra il totale delle fonti di finanziamento ed il patrimonio netto, è possibile notare un trend in aumento dell'indebitamento complessivo del gruppo. Il grado di indebitamento presenta valori di poco superiori al valore medio delle società quotate nel MIB 30, ma escludendo dal calcolo dalla media le due società con il grado di indebitamento maggiore (il gruppo FIAT e Autogrill) presentano infatti un valore di circa 10) il valore medio si riduce a 2,60, raggiungendo un valore decisamente inferiore a quello del gruppo Parmalat. Dall'analisi dell'indipendenza finanziaria emerge in quale misura il totale dei mezzi investiti nell'impresa sia stato finanziato con capitale a pieno rischio (capitale proprio). Tra il 1998 e il 2001 l'indipendenza finanziaria presenta valori intorno al 26%, mentre diminuisce al 21,88% nel 2002. Mediamente il capitale investito è stato finanziato per il 26% con il capitale proprio dell'impresa, mentre la restante parte ricorrendo al capitale di debito (obbligazioni, mutui bancari, fornitori). La causa di tale diminuzione è individuabile nella riduzione del patrimonio netto di gruppo (aspetto già emerso nell'analisi dei rendiconti finanziari) poiché il capitale investito complessivo è rimasto pressoché invariato. L'analisi della solidità patrimoniale può essere approfondita attraverso l'esame del patrimonio netto tangibile, determinato sottraendo dal patrimonio netto complessivo l'ammontare degli investimenti di natura immateriale. Il patrimonio netto tangibile rappresenta l'ammontare di patrimonio netto disponibile per il finanziamento degli investimenti "tangibili" dell'impresa (ad esempio, immobilizzazioni materiali e finanziarie, attivo circolante). Tale indicatore tiene conto del differente grado di rischiosità delle diverse tipologie di investimenti e mette in evidenza l'ammontare di patrimonio netto che residua senza tenere in considerazione gli investimenti di più difficile realizzo sul mercato (spese di pubblicità, spese di ricerca e sviluppo, ecc.). Nell'arco del periodo considerato, il patrimonio netto tangibile presenta valori particolarmente modesti e si riduce da un valore di 556 milioni di euro del 1998 a 86,58 milioni di euro nel 2002. Il rischio di mancanza di solidità patrimoniale emerge con forza nell'esercizio 2002 in cui il patrimonio netto tangibile pari a 86,58 milioni di euro è in grado di finanziare soltanto circa l'1% degli investimenti del gruppo e poco più del 3% degli investimenti in immobilizzazioni materiali e finanziarie (il valore medio delle società quotate nel MIB 30 relativamente all'esercizio 2002 ammonta a 7,92%). Gli indicatori di redditività mettono in evidenza come la redditività globale del gruppo sia superiore alla redditività ottenuta dalla gestione caratteristica. La redditività globale rappresentata dal ROE presenta infatti valori intorno all'11%, mentre il ROI presenta un trend in aumento con valori compresi tra il 6,5% ed il 9%. Il gruppo ottiene tale redditività globale grazie all'effetto leva consentito dal ricorso all'indebitamento. Nel 2002 il ROE complessivo presenta un incremento, passando dal 9,24% a quasi il 12%. L'incremento della redditività globale non costituisce necessariamente un segnale positivo, poiché è necessario verificare quali siano le cause che hanno determinato tale aumento. L'incremento del ROE è certamente da giudicare positivamente a condizione che sia prodotto dall'incremento dei risultati d'esercizio. Nel caso del gruppo Parmalat, invece, tale aumento è stato possibile a causa della riduzione del patrimonio netto. La redditività del gruppo potrebbe essere giudicata nel complesso abbastanza soddisfacente, poiché sia la redditività operativa che la redditività globale assumono valori apprezzabili. Nel giudicare la redditività è però necessario considerare che, accanto all'andamento degli indicatori ad una prima analisi valutabili positivamente, si è verificato un consistente assorbimento di liquidità e una debolezza patrimoniale. La redditività si dimostra quindi insufficiente a garantire un'adeguata produzione di liquidità che consenta di mantenere l'equilibrio finanziario e di incrementare la consistenza patrimoniale del gruppo. Il confronto tra la redditività della capogruppo e la redditività dei terzi mette in evidenza come in media le società in cui partecipano soci di minoranza presentino una redditività globale particolarmente debole. In conclusione, l'esame dei bilanci consolidati pubblicati dalla Parmalat mette in evidenza alcuni aspetti critici della gestione riscontrabili nella consistente riduzione della liquidità e nella debolezza patrimoniale del gruppo. ■

Fabrizio BAVA e Alain DEVALTE,  
Osservatorio Bilanci Quotale  
Università di Torino



## TRAMONTO

Quando guardai per la prima volta  
i tuoi occhi, vidi due smeraldi che splendevano  
al pallido chiarore della luna.  
Erano screziati dal verde del prato  
e dal bianco dei petali delle margherite:  
un immenso giardino in cui perdersi all'infinito.

Quando guardai per la prima volta  
Le tue labbra, immaginai un soffice cuscino  
Su cui posarsi per sognare senza tregua,  
senza mai svegliarsi da quello splendido incantesimo.

Quando incontrai per la prima volta il tuo corpo  
Mi accorsi che si trattava dell'opera  
Più perfetta e unica mai scolpita da un artista:  
una Venere che avrei voluto creare io stesso.

Quando vidi il tuo cuore capii  
Che il tutto non contava nulla  
Al tenero e oscuro crepuscolo  
Una splendida luce mi aveva rischiarato l'anima.

René Tonelli  
Socio CDAF

## NOTA PER I COLLABORATORI

Le opinioni espresse negli scritti della "Lettera ai Soci" impegnano esclusivamente il loro autore. Il CLUB e la Redazione ringraziano gli autori degli articoli pubblicati.

## Enti divenuti Soci Sostenitori

**EXSTONE GROUP srl** - Ravenna, attiva nella consulenza d' Information Technology, presentata dal socio Giancarlo Somà. Ha sponsorizzato anche l'evento "L'analisi e la pianificazione delle performance di vendita. Metodologie e Strumenti" che si è tenuto il 28 febbraio 2005.

**Gruppo BYTE/C.A.T.A. Informatica spa** - Milano, attiva nella progettazione, sviluppo software e applicazioni per la gestione aziendale, presentata dal socio Giorgio Venanzio Cavallo.

**MARSH SpA** - Milano, azienda leader nel brokeraggio assicurativo, presentata da Sergio Cascone. Ha sponsorizzato anche l'evento "Organi sociali e management d'impresa - un mestiere a rischio? Le nuove responsabilità, la riforma del diritto societario, le soluzioni assicurative" che si è tenuto il 26 ottobre 2004.

**SIIV GROUP GENOVA** - Attiva nella gestione documentale e nel work flow, presentata da Sergio Cascone. Ha sponsorizzato anche l'evento "La gestione elettronica dei flussi documentali in azienda" che si è tenuto il 23 febbraio 2004.

**T.S.A.srl TELESICUREZZA AFFARI GROUP** - Business Partner Telecom Italia SpA, Torino, attiva nel proporre soluzioni di telecomunicazione, presentata dal socio Francesco D'Alessandro.

TRIBUNALE di TORINO Registro stampa  
Iscrizione n° 5702 del 22/05/2003

Anno 3 numero 1 Nuova serie - Lettera ai Soci n. IX  
Riproduzione riservata

Direttore Responsabile	Francesco D'ALESSANDRO
Direttore Editoriale	Pier Giorgio GIRAUDDO
Comitato di Redazione	Michele LA ROSA
Progetto e design	TEAM ADV
Stampa	Tipografia SARNUB

## Un caloroso benvenuto ai nuovi Soci del Club

BALLOR ELENA  
BELLINI LUIGI  
CERRATO GUIDO  
D'ONOFRIO LUCA  
DEFENDINI GIANLUCA  
FALCIONE GIUSEPPE  
FANTI FRANCESCO  
GRASSO PIERO  
LANZA FRANCO  
LOMBARDO ALDO  
MANDOLA CARMINE  
MARRE' BRUNENGHI LORENZO  
MORRA ELENA  
PAGLIERO MARIO EDOARDO  
PASTORELLA GIORGIO  
PECCIOLI ROBERTO  
ROVEI CARLO  
TUDINI CINZIA  
VAUDAGNOTTI VITTORIO  
VINCI CARLO  
ZUCCATO MAURO

### Soci Ordinari

CSI PIEMONTE  
BANCA DI ROMA SpA  
BROWN & CO srl  
CAP GEMINI ITALIA SpA  
IAR-SILTAL SpA  
IVECO SpA  
BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SpA  
NEUMAYER ITALIA srl  
PITAGORA REVISIONE  
SANPAOLOIMI IMI SpA  
BURGO ARDENNES SA  
FIAT GESCO SpA  
GCH CONSULTING  
BODINO SpA  
BITRON VIDEO Srl  
SIIV SISTEMI Srl  
BANCA POPOLARE DI BERGAMO SpA  
ASL 7 - CHIVASSO  
CENTRALE DEL LATTE DI TORINO & C. SpA  
CSI PIEMONTE  
IRISBUS ITALIA SpA

### Soci CDAF Giovani diventati Soci Ordinari

BARRAL FILIPPO  
BASSIGNANA PAOLO  
BIANCO MAURIZIO  
GARELLA STEFANO  
GUIDA ANGELA  
LA ROSA MICHELE  
LO SARDO ANTONINO  
PRUNOTTO FRANCESCO  
SANTI LUIGI  
IVECO SpA  
BUZZI UNICEM SpA  
CONSULENTE DIREZIONALE  
BANCA POPOLARE DI BERGAMO SpA  
CONSORZIO EUROCONS  
FIAT GE.VA. SpA  
NAGIMA  
BANCA SELLA SpA  
SACHS AUTOMOTIVE ITALIA SpA

### CDAF Giovani

CAFFARO ELENA  
DI BERNARDO CRISTINA  
TORRE ROBERTO  
V.T.C. srl  
BUSINESS SOLUTIONS SpA  
PROGESTIM SpA

### Partecipazioni

Felicitazioni vivissime ad Angelo BIAGINI e Signora per la nascita di LOUIS.  
Sentite condoglianze alla Famiglia per la scomparsa del Socio Giulio LUCCHETTI  
e al Socio Roberto SEYMANDI per la scomparsa della figlia RAFFAELLA.



STAMPAGGIO LEGHE  
LEGGERE DI ALLUMINIO



La Stampal SpA, membro del gruppo Euracom - leader nel mercato mondiale della lavorazione dell'alluminio - opera attraverso due stabilimenti (Borgaro e Cascine Vici) e quattro tecnologie (FORGING, SQUEEZE CASTING, RHEO CASTING e HIGH PRESSURE DIE CASTING). La produzione è particolarmente dedicata al mercato dell'auto.



Stampal SpA  
Sede Legale: Via Lombardia 6 - 10071 Borgaro Tor (TO) - Italia - Tel: +39 011 4978111 - Fax: +39 011 4978248  
Cap. Soc. € 13.480.000 int. Vers. - Pagine: 10 - D. 3806/08 - C.C.I.A.A. 953445 - M.T.O. 811369 - Cod. Fisc. n° P. 0774/0815748039  
Email: info@stampal.it - www.stampal.com