



**SCUOLA DOTTORALE DIRITTO ED ECONOMIA “TULLIO ASCARELLI”
DOTTORATO DI RICERCA IN “ECONOMIA AZIENDALE”**

CICLO XXIII

CRISI D’IMPRESA E SITUAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA DI GRUPPO

Dottorando Stefano Paolucci

A.A. 2010/2011

Tutor : Chiar.mo Prof. Francesco Manni

Coordinatore: Chiar.ma Prof.ssa Lidia D’Alessio

INDICE

Introduzione	pag.1
---------------------	-------

Parte prima

Capitolo primo: Crisi d'impresa e sue caratteristiche	pag.4
1.1 Considerazioni generali sulla crisi d'impresa.	pag.4
1.2 Crisi Finanziaria.	pag.5
1.3 Crisi Economica.	pag.6
1.4 Crisi Economico-Finanziaria.	pag.10
1.5 Risanamento dell'impresa in crisi.	pag.11
1.6 Le condizioni influenti la formazione dei gruppi.	pag. 12

Capitolo secondo: L'equilibrio economico nei gruppi di imprese	pag.27
2.1 Concetti generali.	pag.27
2.2 L'apprezzamento dell'equilibrio economico del gruppo.	pag.40
2.3 Il conflitto di interessi del soggetto economico e gli strumenti per la veicolazione del momento formativo dei risultati reddituali nel gruppo.	pag.44
2.4 I prezzi nelle transazioni di gruppo.	pag.47
2.5 Uno strumento per modificare la ripartizione del risultato residuale: la leva azionaria.	pag.50
2.6 L'equilibrio economico di gruppo: il rilievo delle asimmetrie interne al fine della sua comprensione.	pag. 53

Capitolo Terzo: L'equilibrio finanziario nei gruppi di imprese	pag.67
3.1 Concetti generali.	pag.67
3.2 L'equilibrio finanziario nei gruppi aziendali.	pag.81
3.3 Il gruppo aziendale come mercato misto (interno ed esterno) dei capitali.	pag.82
3.4 Il profilo quantitativo dell'equilibrio finanziario in un gruppo di imprese: il capitale netto effettivo ed il funzionamento della leva azionaria.	pag. 86
3.5 Il profilo temporale ed il rischio dell'equilibrio finanziario di gruppo.	pag.96
3.6 Le asimmetrie interne rispetto all'equilibrio finanziario.	pag.100

Capitolo quarto: L'impresa come istituto economico destinato a perdurare nel tempo	pag.110
---	---------

Parte seconda

Capitolo quinto: Analisi Economico-Finanziaria del Gruppo Fiat	pag.112
5.1 Considerazioni generali.	pag.112
5.2 Le strategie di un gruppo industriale e caratteristiche dei settori di operatività.	pag. 115
5.3 Indici di Composizione.	pag.127
5.3.1 Il Margine di Struttura.	pag. 136
5.3.2 Le misure di riduzione e ristrutturazione dell'indebitamento adottate	

dal gruppo.	pag. 140
5.4 Analisi di redditività del gruppo.	pag.146
5.4.1 Gli effetti dell'innovazione di prodotto.	pag. 149
5.4.2 L'evoluzione della performance economica di Fiat Auto e degli altri settori principali.	pag.151
5.4.2.1 Fiat-GM.	pag.159
5.4.3 Risultato operativo e netto del Gruppo.	pag.173
Brevi considerazioni conclusive	pag.183
Bibliografia	pag.185

INTRODUZIONE

La gestione aziendale è «il sistema di operazioni simultanee e successive che dinamicamente si dispiega, finché l'azienda ha vita, per il raggiungimento dei fini della medesima¹». La gestione, innanzitutto, consegue da un sistema di scelte: si tratta di decisioni volte a risolvere i problemi di convenienza proposti in maniera assidua dall'organizzazione e dalla gestione dell'impresa anche prima della sua costituzione.

L'insieme delle scelte aziendali definisce, in un dato tempo e in un determinato spazio, l'orientamento di fondo che caratterizza la condotta aziendale. Tali scelte, infatti, costituiscono l'interpretazione della realtà fatta da un soggetto, cosiddetto soggetto *economico*, alla ricerca di nuove opportunità d'azione².

A determinare gli esiti della gestione, però, concorreranno, oltre all'indirizzo di detto soggetto, anche le coordinate attività delle diverse persone operanti per l'azienda, le condizioni ambientali in cui l'azienda ha vita nonché la disponibilità (qualitativa e quantitativa) dei mezzi economici per realizzare i suoi fini.

L'*economicità*³ costituisce il criterio generale che indirizza la gestione *pro tempore* dell'azienda e, allo stesso tempo, rappresenta il criterio secondo cui si giudica la convenienza complessiva a costituire e a mantenere in vita l'impresa stessa.

Ovviamente, nelle situazioni concrete, i criteri che vanno ad informare i giudizi di convenienza e le relative scelte possono essere molti e mutevoli, non solo da impresa ad impresa ma anche nella stessa realtà aziendale. Infatti, i fattori che, in combinazione, operano nel determinare la condotta di un'azienda sono di diversa natura: economico-aziendale, economico-sociale, politico, religioso, ecc.

«In quanto l'impresa impiega, produce e distribuisce beni economici, l'*aspetto economico* è fondamentale e sempre rilevante nei giudizi di convenienza; e non può mai essere dimenticato in concreto, anche se (gli) altri aspetti debbono pur essere tenuti presenti e in date condizioni ed in date scelte, possono talora acquistare peso persino prevalente, introducendo ineliminabili vincoli alle scelte concrete. Per questo, si afferma a ragione, che

¹ Cfr. P.Onida, *Economia d'azienda*, pag. 251, UTET, Torino 1971.

² D.Cavenago, *Scelte aziendali ed economicità*, pag.39 e segg., Giuffrè, Milano 1990.

³ Fra i primi studiosi ad utilizzare tale termine si deve ricordare Schmalenbach, uno fra i maggiori aziendalisti tedeschi, il quale nelle sue molte opere fece uso del termine *Wirtschaftlichkeit* (letteralmente corrisponde alla voce italiana "economicità")- per la prima volta nel 1919 in *Grundlagen dynamischer Bilanzlehre* – per indicare il principio che deve presiedere alla condotta di ogni azienda, privata o pubblica che sia. Per la nozione di *Wirtschaftlichkeit* secondo Schmalenbach cfr. P.E.Cassandro, *Sulle teorie aziendali di Eugenio Schmalenbach*, Bari 1941.

le imprese, di regola, debbono essere costituite e condotte secondo il criterio della “economicità”⁴».

Tale criterio è strettamente connesso alle condizioni che l’impresa deve soddisfare perché essa possa avere *durevole esistenza*⁵. La durabilità dell’azienda è una caratteristica che Onida denomina in maniera efficace *permanenza nella mutabilità*⁶, ad indicare che l’azienda è un istituto per sua vocazione destinato a perdurare nel tempo nonostante gli innumerevoli cambiamenti che si potranno verificare nel corso della sua vita, al suo interno come nell’ambiente esterno. Ovviamente anch’esse conosceranno una fine: o perché hanno conseguito il fine per il quale erano state costituite o a causa della sopraggiunta impossibilità a farlo. Quindi, in linea di massima, quando dei soggetti avessero deciso di dar vita ad un’attività imprenditoriale, si potrebbero aspettare che essa sia destinata a continuare al di là delle loro stesse vite, o indipendentemente dalla loro sussistenza nell’impresa in qualità di proprietari⁷.

In generale, le situazioni che la conduzione aziendale deve soddisfare, entro adeguati orizzonti temporali, per riuscire vitale sono le seguenti quattro:

- 1) l’equilibrio reddituale;
- 2) l’efficienza;
- 3) l’equilibrio finanziario;
- 4) la congruità delle remunerazioni, riferite soprattutto al capitale (di apporto e di risparmio) ed al lavoro⁸;

L’apprezzamento delle condizioni di vitalità economica può diversamente configurarsi secondo le condizioni in cui opera l’azienda: ad esempio, a seconda che essa operi in economia di mercato o collettivistica, retta da privati o da enti pubblici, sia autonoma e indipendente o *faccia parte di un gruppo*.

Pertanto l’oggetto di questa indagine partirà dallo studio di dette condizioni di vitalità economica, nell’ipotesi in cui le stesse, durante la gestione, dovessero venir meno manifestandosi in vere e proprie situazioni di crisi di impresa e ci si chiederà quindi se, e in che misura, un’azienda, entrando a far parte del gruppo modifichi i suoi elementi costitutivi e la combinazione degli stessi che le assicura *vitalità economica*. Inoltre, si esamineranno le

⁴ Cfr P.Onida, *Economia d’azienda*, op.cit.

⁵ Ferrero definisce appunto l’economicità come «l’attitudine dell’azienda ad operare come strumento economico durevole, ovvero, in altri termini, l’attitudine dell’azienda stessa a perdurare operando come strumento economico». Cfr.G.Ferrero, *Istituzioni di economia d’azienda*, pag.198, Giuffrè,Milano 1968.

⁶ Cfr.P.Onida, *Economia d’azienda*, op.cit..

⁷ Salvo comunque le possibili condizioni estintive che i soci abbiano deciso di trascrivere nell’atto costitutivo.

⁸ Cfr. S.Sarcone, *L’azienda - Caratteri d’istituto, Soggetti, Economicità*, Giuffrè, Milano 1997.

peculiarità delle situazioni di equilibrio economico-finanziario che possono riguardare un gruppo aziendale.

Infine, l'ultima parte della seguente trattazione prenderà in considerazione l'esame di un caso aziendale, quello del Gruppo Fiat. La scelta è stata dettata dalla centralità che il gruppo occupa da decenni nel sistema economico-produttivo italiano, per dimensione e pervasività delle sue attività che lo hanno ripetutamente posto al centro del dibattito politico, economico e sindacale. Ciò vale ovviamente negli ultimi anni a causa dei risultati pesantemente negativi registrati a livello consolidato (perdite negli esercizi 2001-2004) che costituiscono sempre motivo di preoccupazione circa la preservazione di condizioni di durabilità di parte importante dell'aggregato, il settore auto, che interessa quasi trentamila lavoratori solo in Italia cui se ne aggiungono altri cinquantamila dell'indotto.

Il Gruppo Fiat presenta una situazione in cui, pur godendo le singole aziende di condizioni di vitalità propria (secondo sempre una prospettiva di lungo periodo), esse sono interessate da un'alta attività di coordinamento da parte del soggetto economico tesa ad esaltare dette condizioni al fine di massimizzare la vitalità complessiva di gruppo; in particolare, l'equilibrio di gruppo è solo in parte spiegato da quelli delle unità aziendali, per l'altra parte esso è dovuto alle condizioni create dall'intreccio di relazioni esistenti tra le unità.

Non è stata invece oggetto di studio la recente *scissione parziale proporzionale* di Fiat S.p.A. a favore di Fiat Industrial S.p.A., operata in data 1° Gennaio 2011 e tramite la quale è stato separato il comparto delle autovetture da quello dei veicoli industriali e delle macchine movimento terra, operazione con cui la Fiat ha abbandonato la propria vecchia configurazione ed insieme ad essa un modello di crescita basato sull'aggregazione di attività non omogenee.

La seguente trattazione non ha preso in esame la "gestione normativa della crisi d'impresa", così come espressa dalla legge fallimentare, volta a creare un sistema di regole che tende a incentivare le cosiddette soluzioni concordatarie per la gestione della crisi, ma ci si è concentrati solo ed esclusivamente su aspetti economico-finanziari; per cui nei successivi capitoli, dopo una breve introduzione sui concetti generali di crisi di impresa, verrà effettuato un approfondimento in relazione alle conseguenze che derivano dall'appartenenza di un'impresa ad un gruppo in termini di equilibrio economico e finanziario.

CAPITOLO PRIMO

Crisi di impresa e sue caratteristiche

1.1 Considerazioni generali sulla crisi di impresa

Nella letteratura specializzata il concetto di crisi risulta variamente definito.

Alcuni autori utilizzano tale termine come sinonimo di insolvenza, considerando un'impresa in stato di crisi solo nel caso in cui la stessa non fosse in grado di poter fronteggiare le proprie obbligazioni, altri definiscono la crisi come momento puntuale e conclusivo di un ciclo gestionale negativo, identificandola nella mancanza di profitti o nella perdita del capitale; altri ancora, con orientamento giuridico, considerano un'impresa in crisi, quando questa giunge al fallimento o approda ad un'altra procedura concorsuale.

In ogni caso quale che sia la definizione di *crisi* adottata, ciò che appare rilevante è il fatto che quest'ultima sia generalmente considerata come un fenomeno patologico, che si manifesta comunque con pesanti squilibri di natura economica, patrimoniale e finanziaria.

“In tale ottica, la crisi di impresa è vista come fatto eccezionale, un momento estremo della vita aziendale, da affrontare sia con strumenti di analisi di tipo diagnostico, sia con interventi terapeutici con lo stesso carattere di eccezionalità, progettati in modo specifico per risolvere una situazione già deteriorata in parte o totalmente”.⁹

“Costituisce un fenomeno patologico in quanto deriva da disfunzioni (mutamenti nei sottosistemi aziendali o nel sistema ambientale) che originatesi come fenomeno fisiologico e quindi, transitorio, hanno finito per coinvolgere più o meno rapidamente, l'intero sistema aziendale deteriorandone gli equilibri.”¹⁰

Più di trent'anni fa, in un articolo intitolato “*La crisi d'impresa e suo risanamento*” pubblicato sulla rivista “*Banche e Banchieri*”, Pellegrino Capaldo individuava le cause tipiche della crisi e a distanza di tempo quell'articolo risulta quanto mai attuale; solo alcune parti, quelle più strettamente legate alla normativa in vigore all'epoca, possono risultare leggermente datate per quanto, anche in tali casi il concetto che viene espresso mantiene una propria validità se aggiornato con i più complessi strumenti di gestione della crisi adottati oggi.

Un'impresa può essere definita in crisi al verificarsi di due condizioni:

⁹Cfr. FONDAZIONE ROSSELLI, *Crisi di impresa e risanamento, ruolo delle banche prospettive di riforma*. EDIBANK 1997.

¹⁰ Cfr. C.Vergara, *Disfunzioni e crisi d'impresa. Introduzione ai processi di diagnosi, risanamento e prevenzione*. Milano, Giuffrè, 1988.

- *deterioramento della situazione economico finanziaria;*
- *impossibilità di arrestare il processo con le proprie forze;*

In tal caso davanti all'imprenditore si possono presentare due soluzioni possibili: l'eliminazione dell'impresa o il risanamento.

Appena intravisto uno stato di crisi devono essere applicate soluzioni realistiche; pertanto risulta opportuno stabilire la natura della crisi, non tanto le cause che l'hanno determinata, quanto i motivi che non consentono all'impresa di superarla.

La crisi può condurre a circostanze tali per cui:

- sussiste l'equilibrio economico, ma manca l'equilibrio finanziario, la cosiddetta *crisi finanziaria;*
- sussiste l'equilibrio finanziario, ma manca quello economico, in questo caso parliamo di *crisi economica;*
- lo squilibrio finanziario si affianca allo squilibrio economico, siamo dunque in presenza di una *crisi economico-finanziaria;*

1.2 Crisi finanziaria

“La crisi ha natura *finanziaria* quando l'azienda non ha la possibilità di procurarsi i mezzi finanziari adeguati per quantità e qualità alle esigenze di una gestione che altrimenti sarebbe economicamente equilibrata”¹¹, in questo caso la crisi si manifesta con:

- *una forzata rinuncia a investimenti la cui realizzazione è indispensabile al recupero di investimenti precedentemente attuati;*
- *l'impossibilità di reperire mezzi finanziari per rimborsare finanziamenti senza pregiudicare l'economicità dell'impresa;*
- *l'impossibilità di modificare la struttura finanziaria non più adatta a sopportare una gestione economicamente equilibrata.*

¹¹ Cfr. P.Capaldo, *Crisi d'impresa e suo risanamento*, dalla rivista *Banche e Banchieri* anno IV n° 5.

Nell'ipotesi in cui sussista una crisi finanziaria, la prognosi della crisi non presenta di norma particolari difficoltà, dal momento che la buona capacità reddituale assicura l'incremento dei mezzi propri, non fosse altro che per gli utili non distribuiti, ed il divario che può sussistere tra entrate ed uscite finanziarie si propone quasi sempre all'insegna della provvisorietà.

Questo tipo di crisi colpisce in particolar modo le imprese che sulla base di prospettive di reddito giudicate eccezionalmente favorevoli, sicuramente con poca attenzione ed in presenza di bassi costi del credito a breve termine, cercano di intraprendere e realizzare un processo di espansione, contando di rimborsare rapidamente i relativi finanziamenti attraverso la ritenzione dei cospicui utili previsti, ma questa condizione può essere completamente ribaltata al minimo cambiamento delle condizioni (ad esempio un aumento del costo del credito a breve termine) che rendono le imprese impossibilitate a rimborsare il credito attraverso l'autofinanziamento. "...queste imprese, pertanto, se non modificano la loro struttura finanziaria subiscono un progressivo irrigidimento (o meglio deterioramento) economico-finanziario che sboccherà inevitabilmente in una crisi"¹².

Perché possa parlarsi di crisi finanziaria, crisi dovuta non tanto ad un'insufficienza di finanziamento, quanto ad una squilibrata composizione dello stesso, occorre che l'impresa non sia in grado di remunerare adeguatamente i finanziamenti sostitutivi; se così non fosse ci troveremmo di fronte non più ad una crisi finanziaria, ma ad una crisi economica o economico-finanziaria.

In generale si deve evidenziare la necessità che l'impresa adotti costantemente una struttura finanziaria idonea a supportare in modo economico le proprie attività. Per questo motivo si deve trovare un rapporto adeguato tra *capitale proprio* e di *credito* ponendo particolare attenzione, nel caso del capitale di rischio, ad evitare una eccessiva capitalizzazione dell'impresa, mentre nel caso del capitale di credito si deve riconsiderare adeguatamente la struttura del finanziamento.

1.3 Crisi economica

La *crisi economica* prescinde dalle caratteristiche della crisi finanziaria di semplice carenza qualitativa e quantitativa dei mezzi finanziari accessibili all'impresa ed in linea di massima deriva da:

¹² Cfr. P.Capaldo, *Crisi d'impresa e suo risanamento*, dalla rivista Banche e Banchieri anno IV n°5.

- *domanda dei beni e servizi oggetto della produzione dell'impresa;*
- *costi della produzione.*

Un ristagno o meglio, una flessione, della domanda in tutta l'area in cui l'impresa opera porta inevitabilmente a delle difficoltà che l'impresa dovrà affrontare; si può pensare ad esempio ad una drastica riduzione della domanda di un particolare prodotto sul quale la produzione aziendale è incentrata in modo specifico, o ancora a mutamenti nel commercio internazionale con conseguente chiusura di sbocchi commerciali o con invasioni di prodotti da altri paesi sui quali precedentemente potevano sfruttarsi dei vantaggi grazie all'innovazione; anche il prezzo è un fattore importante, se infatti in un determinato momento la produzione risulta meno conveniente per aumenti salariali o per aumenti dei costi di fabbricazione è chiaro che potrebbe manifestarsi una situazione di difficoltà, tale circostanza generalmente si verifica in imprese o industrie che non sanno aggiornarsi al progresso tecnico rimanendo costantemente meno concorrenziali; tuttavia può accadere che il calo della domanda dipenda anche da fattori esterni all'impresa, mutamenti degli stili di vita, delle mode, piuttosto che delle politiche sociali, tutti elementi che rischiano di portare l'impresa al declino.

Quello dei costi di produzione, come detto, è un altro elemento scatenante della crisi economica; produrre a costi più alti della concorrenza porta a inefficienze che le imprese scaricano sul prezzo del prodotto che i consumatori acquistano e in alcuni casi la riduzione dei costi di produzione per allinearli a quelli della concorrenza è impossibile, nel senso che l'impresa non può aumentare la produttività né ridurre i costi dei fattori per cui, alla lunga, perde quote di mercato e riduce drasticamente i suoi ricavi, traducendo tutto in crisi economica.

La crisi economica manifesta anche l'incapacità dell'impresa di esprimere autonomamente un programma di riorganizzazione e riordino produttivo che le consenta di rientrare nell'ambito dell'economicità ed equilibrio di gestione.

E' essenziale dunque, per una buona gestione, mantenere un certo equilibrio economico. Perché possa parlarsi di gestione economicamente equilibrata, ovviamente, è necessario che l'impresa sia in grado di far fronte alla remunerazione di:

- capitale posto in posizione di rischio;
- capitale di credito sugli investimenti in essere;

- capitale necessario per la ristrutturazione e realizzazione del programma di risanamento.

La valutazione di convenienza viene attuata tra la possibilità di remunerare un capitale pari, almeno, al presumibile valore di liquidazione degli investimenti in essere. In altre parole per superare la crisi si può anche subire una perdita, purché non sia superiore a quella che si subirebbe in caso di liquidazione.

Un'impresa che presenta una condizione, espressa dal fluire dei ricavi in misura tale da coprire nel medio-lungo termine tutti i costi, può essere in grado di sopportare più agevolmente tensioni finanziarie temporanee. Una buona capacità di reddito rappresenta infatti una premessa indispensabile per accedere in modo conveniente quanto a natura, tempi ed onerosità, alle risorse necessarie per la copertura dei fabbisogni. Consentendo inoltre all'impresa di accrescere la propria capacità di autofinanziamento e di rafforzarne quindi la struttura finanziaria, conferendole possibilità di sviluppo in altro modo difficilmente raggiungibili.

Onida in proposito affermava: “Il fluire dei ricavi in misura bastevole alla copertura dei costi di ogni specie, permette il rinnovo indefinito del processo produttivo. Ove i ricavi non coprano i costi della gestione, il detto processo, dopo aver distrutto ogni precedente provvista di capitale, è destinato ad arrestarsi, e l'impresa non ha per se, possibilità di vita continua, almeno come autonoma economia, che non trasferisca ad altre il peso delle perdite dell'esercizio”.

Da questa premessa segue una fondamentale condizione alla quale, la considerata impresa, se vuole essere vitale, deve soddisfare: “è la condizione dell'*equilibrio economico dell'esercizio* o, come anche si dice, dell'*autosufficienza economica*: autosufficienza intesa in senso largo come attitudine della gestione e remunerare con i ricavi, alle condizioni richieste dal mercato (o in generale, alle condizioni cui l'impresa si deve ritenere vincolata), tutti i fattori produttivi (compreso il capitale, qualunque forma esso abbia) onde l'impresa abbisogna perché possa avere vita continua e conveniente sviluppo”¹³.

In conclusione quindi il permanere di condizioni di squilibrio economico nel tempo finisce per coinvolgere e spesso travolgere l'equilibrio finanziario, ripercuotendosi ancor più gravemente sullo stesso equilibrio economico.

¹³ Cfr.P.Onida *L'economicità dell'impresa*, in *Studi di tecnica economica, organizzazione e ragioneria pubblicati in memoria del Prof Gaetano Corsani*, Cursi, Pisa 1966.

“Poiché la gestione finanziaria, nell’ambito dell’unitaria gestione aziendale, funge da anello di congiunzione tra la gestione economica e la gestione monetaria, nella quale i cicli operativi in corso di svolgimento si compiono tramite le entrate e le uscite, il predetto stato di cose, portato alle estreme conseguenze, determina l’incapacità da parte dell’impresa di fronteggiare gli impegni assunti. Si generano perciò situazioni di insolvenza all’origine delle quali vi è comunemente un insufficiente contributo dei ricavi alla copertura dei costi d’esercizio”.¹⁴

Il momento dell’insolvenza non è quindi che il risultato di una condizione di dissesto economico precedentemente in atto.

Il rispetto dell’equilibrio economico deve essere verificato non già nel breve termine, ma nel medio lungo termine. Infatti nel breve termine, lo squilibrio economico può derivare da difficoltà e crisi involutive oppure da difficoltà e crisi evolutive. Nel primo caso appaiono sconvenienti sia la situazione attuale sia quella prospettica: “questo significa che stanno agendo cause, meglio concause di non economicità, spesso esistono e si potenziano l’una con l’altra, dando luogo ad un complesso causale più o meno vasto e pesante”.¹⁵ Il soggetto aziendale, constatato un divario tra le diverse previsioni poste alla base delle scelte di gestione e le situazioni che in concreto si vengono a manifestare nel corso della gestione stessa, deve procedere alla revisione delle scelte in termini – diversi da caso a caso – di strategie, strutture e risorse. Nel caso di crisi evolutive, le tensioni operative, finanziarie ed economiche sono state previste dal soggetto aziendale, in quanto foriere di mutamenti positivi in grado di ripristinare o migliorare l’equilibrio aziendale. Infatti nessuna scelta strategica può essere efficacemente perseguita senza il sostenimento di sforzi e sacrifici più o meno impegnativi.

In ambedue i casi prospettati, il disequilibrio appare sopportabile entro dati limiti di tempo ed intensità, diversi secondo la situazione aziendale ed ambientale. Dunque oltre determinate soglie di tolleranza, lo squilibrio può rivelarsi irreversibile o le difficoltà e le crisi evolutive possono trasformarsi in crisi involutive, per i sacrifici e le tensioni cui sarebbe sottoposto il sistema aziendale e le forze personali in particolare.

Il rispetto dell’equilibrio economico deve essere verificato non già nel breve termine, ma nel medio-lungo termine anche per un altro motivo: nel breve termine può essere accertata l’esistenza di un equilibrio economico, mentre esso può non verificarsi nel medio-lungo

¹⁴ Cfr. F.Lambertini, *Valutazione di cessione delle aziende in perdita*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia aziendale*, n.6-7 giu-luglio 1985, RIREA.

¹⁵ Cfr. R.Corticelli, *Ordine ed equilibrio nell’azienda* in *Rivista italiana di Ragioneria ed economia Aziendale*, n.3-4. RIREA 1994.

termine. A titolo esemplificativo, ricordiamo che l'equilibrio di breve periodo può essere dovuto a fattori contingenti e/o causali che, considerata la loro natura, potrebbero non ripresentarsi anche in futuro.

1.4 Crisi economico-finanziaria

Si dice che l'impresa stia affrontando una *crisi economico-finanziaria* quando le caratteristiche del dissesto non permettono di ricondurla in particolare a nessuna delle due casistiche affrontate precedentemente. Ci si trova di fronte ad uno squilibrio economico imputabile a un soverchiante carico di oneri finanziari dovuto a pesante indebitamento su investimenti che non si sono rivelati produttivi e che hanno portato a perdite negli esercizi precedenti. Contemporaneamente vi sono anche investimenti produttivi grazie ai quali l'impresa si rivela ancora vitale in quanto è in grado di remunerare il capitale che effettivamente impiega. Non è al contrario, in grado di remunerare gli investimenti sbagliati del passato. Gli oneri finanziari correlati a tali investimenti la stanno portando verso uno stato di dissesto. E' necessario cercare di alleggerire l'impresa da questi oneri finanziari e dal peso dei debiti, cancellandone alcuni, dilazionandone altri e riducendo i costi così da permettergli di poter far fronte autonomamente ai propri investimenti.

Vi sono evidenti punti di contatto con la tipologia di crisi economica, uno di questi è la necessità di dover affrontare una perdita, tuttavia, mentre nella crisi economica si dovrà affrontare la perdita (ancora non se ne è preso atto), nella crisi economico-finanziaria la perdita è già stata subita e si tratta di procedere alla sua sistemazione finanziaria.

In una crisi economico-finanziaria l'imprenditore ha compiuto notevoli errori che vanno dalla programmazione fino alla gestione; per uscirne, l'unica strada percorribile è quella dell'alleggerimento del peso dei debiti conseguiti provando a ridurre il costo e dilazionandone la scadenza. In mancanza di questi interventi la situazione andrebbe inevitabilmente a complicarsi per l'effetto del cumularsi delle perdite d'esercizio che porterebbero al declino.

1.5 Risanamento dell'impresa in crisi

Da questa analisi sulle tipologie di crisi d'impresa appare evidente come le modalità di superamento della stessa assumano caratteristiche diverse a seconda delle cause che la generano ed a seconda che si parli di impresa privata o pubblica.

Tralasciando le modalità di risanamento dell'impresa pubblica poiché intervengono ragioni di diverso ordine: politico, sociale, strategico-economico, giuridico, nell'impresa privata il risanamento è possibile quando vi siano i presupposti per suscitare l'interesse di un nuovo capitale che intervenga in quanto percepisce la convenienza a prendere in carico la crisi poiché si intravede la possibilità di una gestione efficiente, sia dal punto di vista economico che finanziario..

In presenza di una crisi finanziaria, nell'impresa privata, il risanamento appare conveniente se l'impresa è in grado di remunerare, ai saggi di mercato, il capitale occorrente per riequilibrare la struttura finanziaria o per realizzare alcuni investimenti; chiaramente questa situazione comporterà modifiche dell'assetto proprietario dell'azienda, in quanto chi si dà carico del risanamento vuole essere in condizione di controllare l'impresa e spesso accade, infatti, che “l'attuale gruppo di controllo si apra in varie forme ad altri portatori di capitale, oppure rinunci al controllo (ponendosi in posizione di minoranza) o ceda addirittura l'impresa a chi è in grado di trarla dalla crisi”.¹⁶

Nell'ipotesi di crisi economico-finanziaria, il superamento richiede che i creditori rinuncino in tutto o in parte ai loro crediti o alla prestabilita remunerazione, tali crediti infatti sono da ritenersi già interamente o in parte perduti e quindi non recuperabili. Di norma la rinuncia dei creditori risulta essere la strada più vantaggiosa perché consente sia un maggiore recupero del credito, sia l'avvio di proficui rapporti di fornitura una volta che l'impresa sia stata risanata.

Nel caso di crisi economica, infine, i presupposti per il risanamento ricorrono quando, anche attraverso forme di *integrazione* con altre imprese si ritiene soddisfatta una condizione minima e cioè che il risanamento consenta di recuperare, sugli investimenti in essere, più di quanto sarebbe possibile mediante lo scioglimento dell'impresa.

All'interno delle diverse forme di integrazione tra imprese, una che assume una certa rilevanza ai fini del risanamento di una situazione di crisi è sicuramente quella dell'*appartenenza ad un gruppo*, dove con la parola *gruppo* si fa riferimento ad un complesso di due o più aziende esercitate da distinte società, aventi, quindi, ognuna un

¹⁶ Cfr. P.Capaldo, *Crisi d'impresa e suo risanamento*, op. cit.

proprio soggetto giuridico, ma controllate tutte dallo stesso soggetto economico¹⁷, ovvero vi è la presenza di una persona o di un gruppo di persone che hanno il potere di determinare l'indirizzo di gestione su più imprese che si presentano autonome sotto il profilo giuridico. Nel prossimo paragrafo saranno posti in evidenza i vantaggi ed i benefici derivanti dall'economia di gruppo e successivamente nella trattazione saranno analizzate le condizioni di economicità delle imprese che si trovano ad operare all'interno di economie più vaste ma unitarie.

1.6 Le condizioni influenti la formazione dei gruppi

Le forze che agiscono nel determinare concretamente la mutevole dimensione delle imprese e delle aggregazioni aziendali sono diverse e possono spingere verso approdi opposti: il gruppo è, infatti, un fenomeno che nasce come conseguenza di una combinazione di cause correlate e fra loro interdipendenti¹⁸.

La grande impresa industriale nasce negli Stati Uniti alla fine del diciannovesimo secolo nell'ondata di fusioni ed acquisizioni che coinvolse principalmente imprese dello stesso settore, specie nell'ambito della realizzazione delle reti di comunicazione e telecomunicazione (in generale, in settori in cui era possibile ottenere le economie legate alla grande dimensione)¹⁹. Si tratta in sostanza di imprese che hanno portato a termine ingenti investimenti in capacità produttiva e che per far fronte a temporanei sovradimensionamenti non mancarono di formare dei cartelli fra loro, per mantenere entro certi livelli il prezzo dei propri prodotti. Sono imprese che procedettero verso l'integrazione verticale allo scopo di minimizzare i costi di transazione nelle contrattazioni di mercato.

La crescita delle dimensioni, il potenziale di risorse internamente sviluppate ma non sfruttate spinse poi tali imprese e gruppi ad espandersi ulteriormente sia nei mercati correlati nazionali che esteri.

La successiva ondata di fusioni ed acquisizioni si ebbe negli anni successivi alla fine della seconda guerra mondiale: questa volta si ricercava la diversificazione, quindi l'entrata in settori completamente diversi da quelli originari sia per localizzare in generale i rischi sia per fronteggiare la crisi prossima dei settori ormai divenuti maturi. Condizione per questo nuovo tipo di espansione dimensionale è che la capogruppo abbia appreso competenze

¹⁷ Cfr. P. Onida, *Economia d'azienda*, op. cit., pag. 21 e segg.,.

¹⁸ Cfr. B. Passaponti, *I gruppi e le altre aggregazioni aziendali*, pag. 73, Giuffrè, Milano, 1994.

¹⁹ Nelle considerazioni che seguono si riprende l'analisi svolta in A. Zattoni, pag. 41, *Economia e governo dei gruppi aziendali*, pag. 74 e segg., Egea e Giuffrè, Milano 2000.

manageriali spendibili con ottimi risultati in qualsiasi campo di attività: nascono così i gruppi conglomerati.

In essi il top management della capogruppo era alla continua ricerca di business in cui investire, dirottando le risorse, in primo luogo quelle finanziarie e manageriali, in quelli a maggiore redditività prospettica.

L'eccesso di diversificazione sfociò in un'inversione di tendenza negli anni ottanta: era venuta meno la credenza sulle *universalità* delle competenze manageriali e sulla reale possibilità di perseguire con successo la diversificazione di portafoglio a livello di impresa (data ormai la scarsa rintracciabilità dei settori a performance non collegate tra loro), per cui iniziarono processi di cessione e progressivo disinvestimento con l'idea di focalizzare le risorse sul *core-business* e le imprese con esso strategicamente interdipendenti.

Nella breve digressione storica si è spesso messo in luce il fatto che è la ricerca delle grandi dimensioni che ha animato nel tempo la grande impresa ed i gruppi nelle loro strategie; ebbene **la ricerca della grande dimensione** è una delle forze economiche che spingono le grandi imprese a comporsi in aggregazioni aziendali.

In generale, l'aggregazione delle imprese può prendere tre diverse direzioni:

- la prima direzione è proprio quella dell'aumento delle dimensioni ricercato attraverso l'aggregazione di combinazioni economiche all'interno della stessa attività economica svolta (crescita delle dimensioni aziendali).
- la seconda direzione è quella dell'aggregazione di combinazioni economiche che si situano a monte o a valle della/e attività economica che già si svolgono (integrazione verticale).
- la terza direzione è quella dell'aggregazione di combinazioni economiche aventi per oggetto la produzione e la commercializzazione di nuovi prodotti (integrazione orizzontale).

Ci si può chiedere quale relazione vi sia tra la dimensione aziendale e l'efficienza²⁰; ovvero ci si può chiedere se l'impresa ricavi dei vantaggi dalle grandi dimensioni in termini di efficienza rispetto alle piccole dimensioni; quindi ci si può chiedere anche se l'appartenenza

²⁰ In questo caso l'efficienza che viene ad essere influenzata dalla dimensione che l'azienda ha deciso di darsi, non è solo quella interna ma anche quella esterna e l'efficienza economica in senso lato.

ai gruppi possa contribuire e, se sì, in che modo al raggiungimento di performance migliori in questo senso²¹.

Non esiste una risposta univoca al quesito ma vi sono aspetti positivi e negativi in entrambe le condizioni. In particolare le piccole dimensioni dovrebbero voler significare *elasticità* e maggiore *reattività* rispetto alle richieste del mercato; in tal senso ne risulterebbe avvantaggiata quella che abbiamo chiamata efficienza economica per via della maggiore efficienza esterna. Ma, prima ancora, l'elasticità si manifesta nella maggiore flessibilità dell'organizzazione, quindi agilità e tempestività, nell'approfittare di determinate opportunità tecnologiche che si dovessero presentare.

A giustificare queste sue prerogative potrebbe essere la struttura organizzativa alquanto semplificata e più appiattita rispetto alle grandi imprese mature, che consente l'instaurarsi di canali di comunicazione più efficaci, un'informazione diffusa, la pressoché assenza di compartimenti stagni, una maggiore capacità di apprendimento²².

A favore della grande dimensione Lambertini²³ si esprime in questo modo: «si deve riconoscere che l'impresa di grandi dimensioni svolge le sue funzioni nel momento in cui, ad esempio, si presenti la necessità di consolidare e generalizzare innovazioni tecnologiche o di prodotto che potrebbero anche essere state recepite» (per i motivi sopra richiamati) «più tempestivamente dalle imprese di piccole dimensioni. E' solamente la grande impresa, infatti, con il suo patrimonio di mezzi, esperienza, capacità organizzativa e di mercato, a poter sostenere un processo di questo tipo»; e poi aggiunge: «in termini di efficienza più propriamente interna ed operativa, l'impresa di grande dimensione sembra tuttavia avvantaggiata per una maggiore capacità di perseguire con successo politiche di riduzione dei costi» potendo, tra l'altro, accedere ad innovazioni dei processi produttivi altrimenti troppo costose per le piccole imprese (in particolare la loro più ridotta potenza finanziaria non consente loro di poter prendere in considerazione progetti di investimento che abbiano tempi di recupero molto lunghi, quindi ci si riferisce al tema dei tempi finanziariamente supportabili) e, da ricordare, potendo conseguire, a motivo della dimensione, non indifferenti economie di scala.

²¹ Ovvero se più imprese di diversa dimensione, associandosi in gruppo, possano simulare la grande dimensione e se, soprattutto, possano usufruirne degli eventuali vantaggi; o se, viceversa, attraverso l'acquisizione di gruppi con acquisizioni successive, il soggetto economico dello stesso riesca ad "approfittarsi" delle piccole dimensioni altrui per aumentare l'economicità complessiva o particolare di una o più aziende del gruppo.

²² Sul punto si può approfondire su G.B. Bozzola, *Dimensioni ed efficienza nell'economia aziendale*, Franco Angeli, Milano 1985.

²³ Cfr. F. Lambertini, *Efficienza, economicità e sviluppo dell'impresa*, Bologna, Patron 1990.

Vedremo come anche il gruppo costituisca una particolare modalità di conseguimento delle grandi dimensioni e soprattutto dei connessi benefici.

Si è detto che una prima via per il conseguimento dell'aumento delle dimensioni aziendali può essere ricercato all'interno dello stesso settore di attività., quindi interessando attività aziendali che attuano simili combinazioni economiche e quindi una prima finalità può essere quella di ottenere un aumento della propria posizione competitiva in termini di **maggiore forza contrattuale** nei mercati di approvvigionamento e di sbocco: si ottengono, in tal caso, quelle che in economia vengono definite economie monetarie per distinguerle dalle economie di scala perché dovute in questo caso non da differenze inerenti la tecnica produttiva ma ottenute solo tramite una redistribuzione del reddito dal venditore al rifornito²⁴.

Con questo obiettivo si può assistere ad unioni ed integrazioni di unità in precedenza non coinvolte in un gruppo, volte appunto ad aumentare la forza contrattuale del complesso, permettendo di risolvere alcune difficoltà nei rapporti di concorrenza. Questo è l'obiettivo principale soprattutto di un altro tipo di aggregazione aziendale, quella dei consorzi di imprese.

Le economie monetarie si ottengono non solo nella possibilità di approvvigionare beni e servizi a prezzi più favorevoli ma anche nella possibilità di beneficiare di maggiori opportunità e migliori condizioni di costo nell'accesso al mercato finanziario²⁵.

Il gruppo aziendale, sfruttando la sua dimensione economica, può accentrare l'approvvigionamento stipulando contratti di fornitura globalmente più favorevoli, acquistando maggiori volumi a vantaggio delle consociate. Il potere di contrattazione comporta una serie di altri vantaggi oltre il semplice sconto-quantità, come anche la possibilità per le aziende del gruppo di imporre al fornitore il rispetto di determinati standard qualitativi.

Per quanto riguarda le economie nella raccolta dei capitali legate alla più grande dimensione con cui esse vengono svolte si può anticipare quanto si dirà a tal proposito in seguito: ossia, vi sono significative economie di scala nell'effettuare nuove emissioni di titoli, in particolare un gruppo d'impresе ottiene un risparmio reale, specie sugli oneri di negoziazione ed emissione dei titoli obbligazionari, riducendo il numero di emissioni unitarie

²⁴ Cfr. F.M. Scherer, *Economia industriale*, pag.97, Edizioni Unicopli, Milano, 1985.

²⁵ come si legge in M.Celli, Sulle economie di scala nella grande impresa, *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n°3/4, Marzo-Aprile 2001, Autore che individua le economie monetarie appena descritte come possibile fonte di economie di scala, nella misura in cui i costi legati alla gestione di tali attività aumentano in modo meno che proporzionale alla scala delle stesse (cioè dell'aumentare delle dimensioni con cui esse vengono svolte).

(concentrandone la realizzazione presso alcune società di capitali appositamente gestite) e aumentandone l'importo unitario²⁶.

Le imprese di grandi dimensioni e, per logica, i gruppi aziendali che attuino tale strategia finanziaria ottengono economie monetarie dai tassi di interessi passivi, rispetto a quelli praticati ad unità economiche dimensionalmente più piccole, in virtù della loro maggiore sicurezza, apprezzabile dai finanziatori, connessa alle grandi dimensioni: si tratta più che altro di una maggiore credibilità spendibile presso gli operatori economici, di una minore variabilità dei profitti (ovviamente in condizioni normali) e di una più elevata solidità finanziaria (eventualmente garantita dall'intervento fidejussorio delle società più grandi del gruppo, la cui solvibilità promana, a volte anche solamente di riflesso e in modo apparentemente giustificato, i suoi effetti a vantaggio delle imprese più piccole del complesso).

Somme che, raccolte in modo accentrato poi vengono ridistribuite, insieme a quelle (specialmente reddituali) generate dalle gestioni delle singole unità partecipate, all'interno del complesso, a seconda delle specifiche esigenze locali, tramite il sistema di crediti/debiti infragruppo.

Sotto l'altro profilo, certamente la capacità di un'azienda di grandi dimensioni di realizzare grossi ordinativi presso i propri fornitori, specie se di fattori con prodotti sostitutivi validi, è in grado di porre questi ultimi in condizioni di dipendenza economica dal soggetto che è parte più forte nella contrattazione.

Per quanto riguarda i mercati di sbocco, occorre però dire che a determinare l'espansione della quota di mercato effettiva può contribuire di certo la sostanziale eliminazione del concorrente per via della sua inglobazione nell'aggregato, ma in realtà conterà molto l'uso che se ne fa della nuova dimensione produttiva conseguita, se coerente o meno allo sviluppo della propria concorrenzialità.

Uno dei fattori di competitività è la percezione/giudizio da parte del cliente del rapporto qualità-prezzo.

A parità di qualità dell'output ottenuto, è fonte di vantaggio competitivo e di valore per l'azienda la possibilità di usufruire delle **economie di scala** connesse anch'esse alla grande

²⁶ In ogni caso si deve far attenzione a non confondere alcuni dei fenomeni descritti con quello delle economie di scala. Non vi rientrano, infatti le diminuzioni del costo unitario di produzione che si possono attribuire alla ripartizione dei costi fissi complessivi su un maggior numero di unità prodotte: le economie di scala devono manifestarsi a pieno utilizzo della capacità produttiva, per cui non si è in presenza di economie di scala se la riduzione del costo si fosse manifestata semplicemente in occasione di un aumento dei volumi della produzione, in tal caso si parla di "economie di assorbimento dei costi fissi" o di "economie di saturazione di un impianto".

dimensione: ovvero i benefici sul lato dei costi (e prima ancora sul lato del rendimento della combinazione di fattori produttivi dell'impresa), che si ottengono all'aumentare della quantità prodotta da un soggetto economico in seguito a successivi incrementi dimensionali (ossia, all'aggiunta di immobilizzazioni tecniche).

L'impresa godrebbe di quella che viene chiamata *leadership di costo* (in termini di riduzione dei costi di produzione e/o di vendita), che le permetterebbe di praticare prezzi più bassi dei propri concorrenti o, allineandosi con il prezzo di mercato, di ottenerne margini maggiori.

Esistono diverse definizioni date in letteratura al fenomeno "economie di scala" ma si può dire più brevemente che possono avere manifestazione in due modi differenti:

- riducendo il volume necessario degli investimenti e di conseguenza il costo di utilizzazione dei medesimi, ferma restando la quantità prodotta; in altre parole è possibile, ad esempio, sperimentare un raddoppio della quantità prodotta (e quindi della dimensione) senza al contempo raddoppiare la quantità dei costi fissi impiegata.

Oppure:

- aumentando il volume necessario di investimenti e di conseguenza il costo di utilizzazione dei medesimi, ma con la possibilità implicita di incrementare in misura più che proporzionale i volumi produttivi da questi ottenibili; parallelamente a sopra è quindi possibile ad esempio raddoppiare i costi fissi ottenendo al contempo un più che raddoppio della quantità prodotta²⁷».

In presenza di un'organizzazione tecnica della produzione che si caratterizza per le economie di scala, quindi, un'azienda deve perseguire un aumento delle proprie dimensioni che le consenta di raggiungere almeno la cosiddetta dimensione ottima minima (DOM), che corrisponde al più basso livello di produzione che permette di ottenere le economie di scala.

Il discorso si ricollega all'esame delle motivazioni economiche alla formazione dei gruppi poiché sostanzialmente un gruppo di imprese molto coeso, *simula la grande dimensione*²⁸ e quindi l'effettiva possibilità di conseguire la DOM ad un livello superaziendale in relazione all'utilizzo congiunto, fra le imprese dell'aggregato, di risorse a natura materiale,

²⁷ Cfr. M.Celli, *Sulle economie di scala nella grande impresa*, op. cit..

²⁸ Col vantaggio rispetto alla singola-grande impresa di non dividerne alcuni degli svantaggi connessi alla grande dimensione, quale il collegato aumento della complessità della gestione aziendale, rappresentando il gruppo, almeno potenzialmente, il massimo livello di decentramento raggiungibile anche rispetto ad una grande impresa multidivisionale, trattandosi pur sempre non di rami aziendali ma di imprese del tutto autonome giuridicamente.

immateriale o finanziaria approvvigionate, gestite e distribuite a valere per l'intero complesso.

Alcune di queste risorse possono essere ad esempio macchinari, all'aumentare delle cui dimensioni divengono più efficienti nel consumo delle fonti energetiche. Lo stesso può valere per le spese relative al marketing e alle sue ricerche: si tratta, infatti di investimenti ingenti, poiché spesso dotati di una soglia minima al di sotto della quale non producono effetti apprezzabili sul fatturato, che possono divenire sostenibili economicamente all'aumentare della dimensione fisica dell'impresa (potendo ripartire tali costi su un numero più elevato di beni finali). Detto in altre parole, ottenendo una dimensione aziendale maggiore si accede a strumenti di marketing via via più efficienti.

Le economie di scala possono essere sfruttate grazie alle grandi dimensioni del complesso economico: si intende far riferimento, ad esempio, alla possibilità di adibire delle società apposite, o delle parti delle stesse, allo svolgimento di servizi comuni a più imprese del complesso, riuscendo così a creare le condizioni per sfruttare appieno le eventuali economie di scala legate all'aumento della capacità produttiva installata (propria di quell'attività), aumento che altrimenti non sarebbe sostenibile e assorbibile dalle effettive esigenze di quel prodotto, o servizio, di un'impresa unica.

In sintesi, esistono due vie per conseguire la grande dimensione (e quindi i vantaggi/svantaggi ad essa collegati): una è quella dell'azienda unitaria e l'altra è quella del gruppo.

La via della crescita di un'azienda unitaria avviene attraverso un lento ampliamento della capacità produttiva preesistente (con l'introduzione di nuovi impianti o l'ammodernamento dei precedenti, l'espansione in nuove aree, espandendo la vecchia struttura produttiva) e si caratterizza, negativamente, per la lentezza, l'ingenza dello sforzo finanziario e per il conseguente irrigidimento degli investimenti aziendali; positivamente, si caratterizza per una maggiore visione d'insieme del disegno di sviluppo, che in genere avviene in modo strettamente proporzionato alla capacità di espansione dell'azienda.

La crescita tramite il gruppo è una soluzione maggiormente elastica: l'impresa che realizza l'acquisizione sostanzialmente non effettua investimenti durevoli in quanto la crescita progredisce dalla annessione di nuove unità al gruppo tramite lo strumento della partecipazione al capitale di società (nuove o preesistenti), che per loro natura possono essere cedute più facilmente di un macchinario. E' una crescita più veloce, che consente di realizzare processi di crescita (o di ridimensionamento) in rapido adattamento delle condizioni di mercato. Essa è inoltre una forma di crescita preferibile nel momento in cui si

debba entrare in settori nuovi, per cui acquisendo il controllo di un'impresa che già vi è operativa se ne acquisiscono immediatamente gli impianti, la posizione di mercato, le conoscenze e le esperienze (quindi delle condizioni consolidate di equilibrio economico-finanziario), rendendo meno rischiosa l'operazione rispetto alla crescita diretta.

Questo è uno dei motivi per cui gli investimenti in innovazioni di prodotto da parte di grandi imprese, già affermate in diversi segmenti di mercato, ad esempio, spesso passano attraverso l'acquisizione (o, a volte la costituzione) di piccole imprese che abbiano in qualche modo conseguito le tecnologie ed il Know-how di partenza e *che, per loro natura, posseggono l'agilità necessaria per sfruttare la nuova nicchia di mercato.*

Altro possibile stimolo verso le grandi dimensioni potrebbe essere rappresentato dalla volontà di perseguire le **economie di esperienza**. Il fenomeno venne descritto per la prima volta, tramite una funzione matematica (la cui rappresentazione è nota come curva di esperienza) a partire dagli anni venti, in un primo tempo per quanto riguarda il fattore lavoro (da cui è stata ideata la curva di apprendimento) e poi in generale per tutte le condizioni di produzione. In effetti, si osservò l'esistenza di una relazione matematica, secondo la quale, ad ogni raddoppio del volume di produzione cumulata, il totale dei costi sostenuti per la produzione e commercializzazione dell'output diminuisce in misura costante e prevedibile del 20-30%²⁹.

Più realisticamente, la crescita dimensionale sembra essere l'occasione per l'impresa per «massimizzare ed amplificare i benefici discendenti dallo stock di sapere accumulato nei periodi immediatamente precedenti»³⁰.

Le cause di questa relazione costi-esperienza possono essere ricondotte ad esempio: ad un affinamento delle competenze delle risorse umane man mano che ripetono le stesse operazioni (apprendendo nuovi accorgimenti dalla pratica) sia nelle attività manuali, che direzionali e di coordinamento; il sorgere nel corso dell'operatività di idee, poi messe in pratica come occasioni di innovazioni di processo o di prodotto, del tipo appartenente al miglioramento continuo (*kaizen*) delle prestazioni in termini di efficienza poiché consentono di economizzare l'uso di alcuni fattori produttivi. Le imprese di grande dimensione sono avvantaggiate rispetto alle più piccole perché riescono a cumulare in fretta grossi volumi di produzione (e di esperienza)³¹.

²⁹ Cfr. D. Abell, J. Hammond, *Dinamica dei costi: gli effetti di scala e di esperienza* in V. Coda, A. Cortesi, P. Russo (a cura di), *Gestione strategica d'impresa*, Edizioni Unicopli, Milano, 1994, così come riportato in A. Zattoni, *Economia e governo dei gruppi aziendali*, pag.82-83, op.cit..

³⁰ Cfr. M. Celli, *Sulle economie di scala nella grande impresa*, op.cit..

³¹ «E' ... abbastanza frequente che le grandi aziende contemporanee accumulino al proprio interno grandi esperienze, conoscenze, forze produttive, capacità distributive, avviamento commerciale che sono poi elementi

Per quanto riguarda i gruppi, il fenomeno dell'apprendimento e delle relative economie, può essere reso anche istantaneo grazie alla relativa maggiore facilità, rispetto alla singola società con cui un gruppo (e le sue finanziarie) riescono ad annettere all'influenza del complesso nuove unità, che abbiano cumulato precedentemente al proprio interno tale esperienza.

In letteratura non si manca di rintracciare nel gruppo «un mercato misto (interno/esterno) delle “competenze” e delle “risorse”»³², ovvero la holding a capo di un gruppo anche diversificato (cioè, con imprese operanti anche in settori differenti fra di loro ma comunque collegati in alcuni aspetti) provvede a trasferire le risorse e le competenze (quindi anche l'esperienza) cumulate, specie quelle capaci di creare un vantaggio competitivo, tra le varie imprese controllate, ricercando e valorizzando le sinergie fra esse, con l'obiettivo evidente di sfruttare, oltre alle già citate economie di scala e di esperienza, anche le *economie di scopo*.

Il learning by doing delle risorse umane può trovare occasione di maggiore esaltazione proprio in un gruppo, laddove esso rappresenti per le stesse uno spazio allargato, oltre i confini giuridici delle singole imprese, per progredire esperienze ed allo stesso tempo il vantaggio di costo conseguibile dall'esperienza cumulata è in tal contesto intensificato, quindi, da una maggiore spendibilità di tale risorsa, resasi disponibile.

E' un fenomeno evidentemente più dinamico di quello connesso alle economie di scala, la cui staticità deriva dal fatto di dipendere dagli investimenti, a lento rinnovo, in capacità produttiva fissa.

Tutte le motivazioni viste sono connesse alla grande dimensione e ai vantaggi di costo che essa è, in alcuni aspetti soprattutto, in grado di sviluppare e, quindi, è coerente con eventuali posizioni di *leadership di costo* che l'impresa o le imprese di un gruppo vogliano conquistarsi sul proprio segmento.

Esistono in ogni modo dei limiti alle possibilità di espansione delle dimensioni aziendali imposti, in particolare, dalla capacità di assorbimento del mercato e dal suo livello di concorrenza. L'equilibrio economico, è equilibrio tra costi e ricavi; di conseguenza le azioni dirette a ridurre i costi possono avere incidenza, anche negativa, sulla dinamica dei ricavi.

L'espansione della produzione per conseguire ad esempio economie di scala passa quindi per il conseguimento di dimensioni più grandi da parte dell'impresa, con il conseguente

importanti di stimolo, in quanto spesso risorse non completamente utilizzate, alla crescita e all'ingresso in settori economici nuovi» così in B. Passaponti, *I gruppi e le altre aggregazioni aziendali*, op.cit., pag. 74.

³² Cfr. A.Zattoni, *Economia e governo dei gruppi aziendali*, op.cit., pagg.115 e segg., ma anche, per un approfondimento, sulla realizzazione efficace di una simile strategia M. Porter, *From competitive advantage to corporate strategy*, Harvard Business Review, maggio-giugno, 1978.

aumento dei costi fissi. L'equilibrio economico diviene, allora, a rischio nella misura in cui ci sia o meno la concreta e durevole possibilità di collocare sul mercato tutta la produzione realizzata. Se il volume della produzione collocatovi fosse relativamente eccessivo rispetto alle effettive capacità di assorbimento del mercato, l'unico modo di vendere i prodotti (altrimenti scorte di magazzino) sarebbe la contrazione dei prezzi di vendita, che potrebbe renderli non più remunerativi.

- 1) Inoltre, per quanto riguarda più direttamente i gruppi aziendali, essi come si è detto per poter effettivamente conseguire tali economie, devono riuscire a simulare la grande dimensione: ovvero, imprese costituite giuridicamente autonome devono essere fatte operare secondo un certo disegno di coordinamento che ricrei le sinergie che possono sussistere fra le unità di un'unica azienda, ebbene tale operazione presenta alcuni elementi di difficoltà che nel concreto ostacolano il pieno raggiungimento delle finalità economiche della grande dimensione sopra citate.

Oppure, lo sforzo di coordinamento stesso, specie in un gruppo a sviluppo conglomerale, può in realtà comportare un incremento degli staff amministrativi presso le società al vertice di ogni sottogruppo: si incorre, infatti, in una serie di *diseconomie di scala* connesse alla grande dimensione aziendale, quale anche l'incremento della forza contrattuale del fattore lavoro che ne fa aumentare i costi, etc³³.

- 2) La seconda direzione è quella della aggregazione di combinazioni economiche che si situano a monte o a valle della/e attività economica che già si svolgono.

In questo caso si parla di integrazione verticale, per cui l'aggregato procede o ad inglobare unità preesistenti ed in precedenza fornitori o clienti del complesso, oppure provvede a dar luogo alla costituzione (anche in joint-venture con soggetti esterni al

³³ In realtà quest'ultima fattispecie di diseconomie di scala non può manifestarsi in un gruppo di imprese, almeno non in maniera diffusa, per la possibilità di mantenere al di sotto di certi limiti la dimensione del personale localmente impiegato nelle unità dove sia possibile. Una delle ragioni per cui ad esempio invece di un'unica impresa multidivisionale, viene creato un gruppo e, quindi, più unità giuridicamente separate, è proprio quella di beneficiare di una contrattazione salariale svolta separatamente per tutte le imprese, e non certo presso la holding, consentendo di mantenere differenziali salariali fra le società del gruppo. In Italia, ad esempio, vi è l'anomalia dei tanti gruppi costituiti da imprese di limitata direzione per la quale vi è il fondato sospetto che l'obiettivo sia quello di aggirare i vincoli legislativi in tema di rapporto di lavoro, che nel nostro Paese hanno proprio la caratteristica di applicarsi sulla base del numero dei dipendenti dell'azienda o del singolo stabilimento produttivo. Sul tema si veda G.Lorenzoni, *L'architettura di sviluppo delle imprese minori: costellazioni e piccoli gruppi*, pag.107, Il Mulino, Bologna, 1990 e A.Zattoni, *Economia e governo dei gruppi aziendali*, op. cit., pag.189.

gruppo) di nuove società che iniziano a svolgere le fasi a monte o a valle di quelle già in precedenza realizzate³⁴.

La sostituzione della contrattazione di mercato con le relazioni interne di gruppo può essere volta a conseguire le economie di transazione se il mercato di approvvigionamento ha una struttura imperfetta che rende inefficienti le transazioni da esso regolate poiché le imprese terze con cui ci si rapporta presentano un elevato potere contrattuale (ad esempio, per l'elevata specificità delle risorse da essa rifornite); la scelta di internalizzare tali fasi svincola l'aggregato dal condizionamento esercitabile da tali soggetti (e dal loro opportunismo)³⁵.

Il tutto può essere facilitato dalla vicinanza tecnologica della fase internalizzata a quelle in cui già si opera, per cui le imprese dell'aggregato possono ottenere economie di costo nel controllo anche di quella fase.

- 3) La terza direzione è quella dell'aggregazione di combinazioni economiche aventi per oggetto la produzione e la commercializzazione di nuovi prodotti (*integrazione orizzontale*).

In questo caso l'aggregato realizza un processo di crescita attuata mediante l'integrazione di imprese (costituite ad hoc o preesistenti), operanti in business più o meno correlati ai propri.

Per quanto riguarda il caso di business correlati l'obiettivo dell'integrazione è quello di conseguire le *economie di scopo* o di raggio di azione.

Si chiamano economie di scopo quelle ottenute quando il costo totale della produzione congiunta di due o più beni è minore della somma dei costi totali sostenuti producendoli separatamente, e cioè:

Costo produzione (Bene 1, Bene 2) < Costo produzione (Bene1) + Costo produzione (Bene2)

³⁴ Spesso si usano i termini di "make or buy" per denominare tale tipo di scelta fra internalizzare o esternalizzare.

³⁵ Nell'ambito della teoria dei costi di transazione si afferma che ogni transazione deve essere affidata alla forma di governo più adatta: se le risorse sono specifiche, non possono essere utilizzate facilmente per altri scopi, e l'incertezza è elevata a tal punto da non essere sufficienti le salvaguardie contrattuali a tutelare i contraenti, si deve ricorrere all'incorporazione della transazione all'interno di un'unica impresa poiché l'autorità gerarchica è in grado di minimizzare i rischi di comportamento opportunistico.

Le economie di scopo si originano in differenti situazioni:

- la produzione congiunta di due beni consente un utilizzo completo di risorse materiali che rimarrebbero altrimenti sottoutilizzate nei casi di produzione disgiunta;
- un determinato processo produttivo realizza congiuntamente due o più prodotti secondo rapporti relativamente fissi;
- le conoscenze produttive (e la ricerca & sviluppo maturata) o di marketing sviluppate da un'impresa o anche l'immagine (o il marchio), conquistata per un certo prodotto, risultano utilizzabili vantaggiosamente per altri tipi di prodotti.

In molti casi di produzione di beni industriali, le economie di scopo sono state ottenute grazie all'introduzione di sistemi di produzione automatizzati.

In un gruppo, le combinazioni economiche presenti possono aver maturato il potenziale delle economie di scopo che viene sfruttato nel momento stesso in cui si proceda all'inglobazione o costituzione di un'impresa operativa nel mercato correlato.

L'integrazione orizzontale può essere spinta anche dalla volontà di diversificare il rischio, per cui l'espansione viene ad interessare settori la cui redditività non sia correlata, e in un gruppo, si caratterizzerà per la voluta non proliferazione delle interdipendenze che di solito connettono le unità di un aggregato aziendale.

In particolare, seguendo la teoria del portafoglio, si cerca di intervenire a vantaggio dell'investimento fatto dai propri azionisti, sul rischio non sistematico e quindi ottenendo un apprezzamento del corso delle azioni in borsa. In realtà, tali strategie finanziarie sono in grado di rappresentare un servizio "utile" agli azionisti (che quindi lo apprezzano) solo nel caso in cui la stessa diversificazione del rischio non sia loro già accessibile come singoli investitori.

L'imperfezione del mercato di capitali, spinge i piccoli azionisti (quelli che vanno a costituire le c.d. *minoranze*) verso l'acquisto di azioni di imprese che diversificano (magari proprio perché capogruppo), ma la diversificazione è un'arma a doppio taglio, nel senso che c'è da tener conto che fra le tante imperfezioni di detto mercato, vi sono anche i difetti di trasparenza insiti nelle gestioni di tali gruppi conglomerati, quali la presenza costante di sub-holding finanziarie con sede estera, che impediscono quantomeno di conoscere l'uso effettivo dei capitali raccolti nei meandri delle scatole cinesi.

Il gruppo sostanzialmente predispone per ogni attività svolta di patrimoni separati (quelli delle imprese ad esse destinate) a garanzia delle obbligazioni assunte e in ogni impresa sarà investito il capitale di rischio specifico della natura del business di operatività. Ciò nonostante, si devono anche tener presenti le strette interdipendenze, specie delle gestioni

finanziarie, esistenti fra le singole unità del gruppo, che attenuano in un'ottica di lungo periodo la detta separazione o localizzazione dei rischi legati alle performance gestionali³⁶.

A volte, l'acquisizione di partecipazioni di controllo al capitale di altre società esterne da parte di un'unità del gruppo avviene, al contrario, solo per cogliere occasioni speculative: si è a conoscenza di società sottovalutate dal mercato, mentre il soggetto economico del gruppo dispone di informazioni esclusive sul settore di attività della stessa (perché magari già vi è operativo con altre imprese controllate). Il gruppo in questo caso espande i suoi confini pur in assenza delle forze di tipo tecnico-economico viste.

I gruppi si formano anche per disaggregazione di combinazioni economiche prima operanti sotto lo stesso soggetto giuridico: si parla allora di enucleazione e si verifica prettamente per i problemi di coordinamento e di gestione che emergono al crescere della dimensione aziendale, riconosciuti anche con il termine di *ultracomplexità organizzativa*³⁷.

Si legge in Momigliano³⁸ che, oltre certi livelli dimensionali, si consta nella pratica che le imprese «di solito duplicano gli stabilimenti anziché ingrandirli...» seppure, afferma sempre lo stesso autore, «non risultano dal punto di vista teorico-tecnologico chiare ragioni per sostenere che ingrandendo contemporaneamente le produzioni e gli impianti di uno stabilimento, i costi marginali di produzione debbano ad un certo punto cominciare a crescere, né è facile raccogliere obiettive verifiche empiriche a sostegno di questa tesi».

I management delle imprese di grandi dimensioni richiedono un valido sistema informativo per guidare la gestione verso i traguardi prefissati: il sistema informativo operante in tali imprese deve far in modo di assicurare il flusso di informazioni necessario ai vari livelli di management per coordinare le varie attività e deve assicurare tempi di risposta delle singole parti non eccessivamente allungati rispetto alla capacità d'adattamento che il mercato richiede.

Oltre certi limiti è possibile che tale apparato che presiede al coordinamento, alla comunicazione e al controllo non sia più efficiente come rapporto costi/benefici: ovvero i costi che si sostengono per mantenere unitaria e controllata la gestione di un'azienda di grande dimensione superano i benefici ad essa collegati.

La soluzione è, quindi, quella della esternalizzazione delle attività gestite da alcune divisioni dell'impresa ed il riconoscimento loro di autonomia giuridica, costituendo un'impresa ad hoc controllata dalla stessa società scissasi. E' possibile così soddisfare determinate

³⁶ In L.Azzini, *I gruppi: lineamenti economico-aziendali*, pag.41, Giuffrè Milano, 1968, si fa l'esempio sulle conseguenze delle capacità di credito del gruppo del dissesto di un'unità che ad esso appartenga.

³⁷ Cfr. A. Zattoni, *Economia e governo dei gruppi aziendali*, op. cit., pag.93.

³⁸ F. Momigliano, *Economia industriale e teoria dell'impresa*, pag.126, Il Mulino, Bologna, 1975.

esigenze di differenziazione, creando in ogni impresa unità organizzative specifiche, con risorse, competenze e logiche di comportamento del tutto peculiari.

Occorre notare comunque l'esistenza di fattori in grado di limitare, se non impedire del tutto, la possibilità di realizzare le aggregazioni economiche per le finalità viste.

In particolare la normativa in materia economica influenza (ostacolando o facilitando) la formazione di aggregati aziendali nel sistema economico.

Si intende far riferimento alla normativa in materia anti-trust e a quella fiscale.

Molte delle aggregazioni descritte configurano ad esempio fenomeni di concentrazione di potere monopolistico a fronte dei quali è stata emanata in molti paesi una normativa anti-trust. L'obiettivo di queste norme a tutela della concorrenza è quello di dare trasparenza alle relazioni di mercato che collegano più imprese dello stesso settore. Per i gruppi aziendali è spesso difficile proporre in una normativa antitrust parametri oggettivi per individuare ogni possibile fattispecie di posizione dominante concretamente osservabile. Il motivo principale è che spesso per risalire al controllore ultimo di imprese apparentemente concorrenti nello stesso settore si dovrebbe verificare la composizione dell'azionariato di holding finanziarie con sede estera che si frappongono fra le singole società operative e la capogruppo³⁹.

Tra le variabili che possono spingere alla formazione dei gruppi o, parimenti, che ne condizionano la conveniente permanenza vi è anche quella fiscale.

Assumendo un approccio che vede nel gruppo lo strumento attraverso cui uomini d'affari si appropriano di esternalità positive, si potrebbe ritenere che la forma a gruppo possa essere utilizzata per ridurre il carico fiscale che grava sul reddito prodotto dalle combinazioni economiche su cui tali soggetti esercitano la loro influenza.

La normativa fiscale si è mostrata non neutrale rispetto alla convenienza o meno alla costituzione dei gruppi di imprese. Nel tempo sono, infatti, emerse alcune normative fiscali che hanno piuttosto agevolato la creazione dei gruppi d'impresa. Ne sono un esempio la Legge Visentini e Legge Pandolfi che consentirono di rivalutare in esenzione di imposta i cespiti patrimoniali apportati ad una nuova società a seguito del loro scorporo: le indagini empiriche condotte hanno evidenziato negli anni in cui furono in vigore tali benefici fiscali (1975-1979) un numero nettamente superiore di tali operazioni di apporto rispetto ai cinque

³⁹ Si veda per un approfondimento F. Brioschi, *Il capitalismo collusivo*, MicroMega, n° 3, 1990.

anni precedenti, per un controvalore in capitale sociale passato da 493 mld di lire del periodo 1969-1974 a 15000 mld di lire del periodo 1975-1979⁴⁰.

Un altro esempio è quello evidenziato da Zattoni⁴¹ e rappresentato dall'introduzione del *credito d'imposta* avvenuto con la Legge n°904 del 1977. Fino ad allora, il trasferimento degli utili attraverso i vari livelli di un gruppo a cascata, dalle società operative alla società a monte (e quindi al socio di comando), era oneroso proprio dal punto di vista fiscale (ogni volta tale reddito contribuiva a determinare l'imponibile dell'ennesima società che si frapponeva fra holding e la società operativa che lo aveva prodotto per cui poteva essere più volte tassato). Nonostante questo, l'inconveniente che però gli autori non mancano di evidenziare era quello dato dal crearsi, in capo alla holding, di ingenti crediti verso l'erario cui sono associati inevitabili costi finanziari impliciti⁴².

Altro notevole caso fu la sostituzione dell'IGE (imposta generale sull'entrata) con l'IVA avvenuta con la riforma tributaria del 1973. La differenza esistente fra i due metodi di calcolo e prelievo dell'imposta generale sugli scambi ebbe effetti relevantissimi nel dettare la convenienza ad internalizzare o esternalizzare le varie fasi del processo produttivo e distributivo e sull'imposizione fiscale gravante sui grandi gruppi integrati verticalmente.

In via generale, la fiscalità dei gruppi di impresa può essere agevolata da alcune lacune esistenti nella normativa.

Zattoni evidenzia due esempi come più significativi della casistica in materia:

«1- All'interno di una struttura a gruppo una società cede, non necessariamente fisicamente ma anche solo giuridicamente, beni ammortizzabili ad un'altra impresa del gruppo. Da tale operazione (discende che) la società acquirente può effettuare ammortamenti, magari accelerati, sul valore d'acquisto dei beni (che solitamente è maggiore a quello contabile in capo alla società cedente);

2- In presenza di certe condizioni, è possibile in una struttura di gruppo dedurre due volte ai fini IRPEG le perdite di una società controllata: tali perdite vengono una prima volta dedotte dal reddito imponibile delle società partecipate mediante il meccanismo del riporto fiscale, realizzabile nel quinquennio successivo a quello in cui si sono subite tali perdite.»⁴³

⁴⁰ Cfr. G. Alzona, *Holdings e gruppi: le modificazioni in atto nelle strutture societarie nel sistema industriale italiano*, in *Economia e politica industriale*, n°31, 1981.

⁴¹ Cfr. A. Zattoni, *Economia e governo dei gruppi aziendali*, op. cit., pag.180.

⁴² Cfr., per approfondimenti, V. Di Stefano, *La pianificazione tributaria quale strategia finanziaria dei gruppi di società*, in P. Balzarini, G. Carcano, G. Mucciarelli (a cura di), *I gruppi di società*, Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia, 16-17-18 novembre 1995, 3 volumi, Milano, Giuffrè, 1996. Oggi si è avuta l'abrogazione del credito d'imposta in virtù della riforma fiscale realizzata dal D.Lgs. n° 344/2003.

⁴³ Cfr. A. Zattoni, *Economia e governo dei gruppi aziendali*, op. cit., pag.184.

CAPITOLO SECONDO

L'equilibrio economico nei gruppi di imprese

2.1 Concetti generali

L'aspetto economico della gestione riguarda l'esercizio dell'azienda dal punto di vista dei costi e dei ricavi che esso determina e delle relazioni tra gli uni e gli altri *variamente configurate nel tempo e nello spazio*. Un'azienda di produzione affinché possa svolgere la propria attività, deve consumare beni per realizzarne altri: quindi, essa attraverso gli scambi sul mercato da un lato acquisisce gli input della produzione di cui necessita, sostenendo costi e, dall'altro, colloca i prodotti ottenuti, conseguendo i ricavi.

Tale processo è alimentato dai ricavi: proprio nella relazione costi-ricavi l'azienda deve trovare le condizioni perché perduri nel tempo, ovvero *i ricavi dovranno tendenzialmente remunerare, alle condizioni richieste dal mercato, tutti i portatori dei fattori produttivi richiesti* (compreso il capitale, qualunque forma esso abbia). Quindi, *l'equilibrio economico dell'esercizio o l'autosufficienza economica* dell'impresa è una condizione primaria per l'economicità. Questa risulta essere la qualità necessaria per un'impresa che voglia sopravvivere e svilupparsi. Ove ciò non avvenisse l'impresa distruggerebbe ricchezza e non avrebbe più possibilità di vita continua, almeno come autonoma economia.

Il giudizio sull'equilibrio economico è generalmente basato sull'accertamento di due tipi di condizioni:

- la prima, quella vista nella definizione -sopra data- dell'equilibrio economico, è l'attitudine dell'impresa a preservare *l'integrità del capitale*, in previsione della continuità della gestione. Si parla, in tal senso, di condizioni *oggettive* di equilibrio economico, soddisfatte dal divario positivo tra i ricavi ed i costi di gestione⁴⁴. Tale condizione è soddisfatta se il reddito generato dalla gestione è sufficiente a garantire un pieno reintegro dei fattori impiegati nei processi di produzione e a remunerare il capitale dei soci, in misura congrua rispetto al rischio e alle attese.

- la seconda riguarda la possibilità dell'impresa di realizzare i programmi di gestione che le sono stati assegnati dal soggetto economico, ossia l'adeguatezza dei flussi di ricchezza generati a consentire gli investimenti legati ai suoi piani di sviluppo,

⁴⁴ Sulla concezione di equilibrio oggettivo e soggettivo del sistema impresa si veda M. Cattaneo, *Economia della aziende di produzione*, pagg.152-164, EtasLibri, Milano, 1969.

mantenendo il ricorso all'indebitamento entro i limiti voluti. Detto profilo di equilibrio è quello *soggettivo*.

Tenendo conto d'ambo i profili, oggettivo e soggettivo, si ottiene un giudizio di equilibrio economico, che «implica, dunque, la considerazione delle prospettive di evoluzione dell'impresa (e non solo, quindi, di raggiungimento di meccaniche condizioni di minimo equilibrio tra ricavi e costi) nonché l'espressione di un giudizio complessivo formulato, essenzialmente, dai componenti del soggetto economico, tenuto conto delle aspettative degli interessi esterni aziendali⁴⁵».

L'aspetto positivo dell'equilibrio economico è ciò che più rileva nel dettare le differenze insite nell'apprezzamento della stessa condizione di economicità (l'equilibrio economico) in un'impresa completamente autonoma rispetto al caso di un'impresa che è gestita sulla base delle direttive di un'impresa capogruppo. Ciò in considerazione del fatto che la peculiarità di un gruppo di imprese è la condivisione del soggetto economico da parte di più soggetti giuridici. In tali contesti ci si può attendere che l'unico soggetto economico di ciascuna sia portato a considerare, anzitutto, l'aggruppamento nel suo insieme, piuttosto che le singole imprese che lo compongono, per cui l'eventuale situazione di squilibrio economico per un'unità del gruppo sarà per tale soggetto un aspetto locale dell'equilibrio economico cercato a livello di gruppo ed in quanto tale verrà valutata nelle conseguenze. Ecco che lo squilibrio economico di un'impresa facente parte di un gruppo ha un diverso significato rispetto all'analoga condizione di un'impresa singola laddove le condizioni per la sua durabilità vengano recuperate ad un livello sovraziendale.

Si distingue, infatti, dal caso generico quella che Onida denomina “economicità super-aziendale di gruppo” relativa appunto all'azienda operante all'interno di economie più vaste ma unitarie. Se ne distinguono due accezioni. La prima, *l'economicità aziendale conseguibile solo in seno al gruppo*, che riguarda il caso di aziende che risultano economiche grazie proprio all'appartenenza al gruppo e che al di fuori risulterebbero meno economiche o prive del tutto del carattere della curabilità. La seconda, quella che più propriamente è indicata come *l'economicità super-aziendale di gruppo*, che è il caso di «aziende che neanche entro il gruppo riescono né presumibilmente riusciranno, almeno per tempo lungo o indefinito, a raggiungere l'autosufficienza economica dell'esercizio e risultati

⁴⁵ Così in M. Cattaneo, *Economia delle aziende di produzione*, op.cit., pagg. 152-164.

positivi di bilancio, ma che il gruppo ha tuttavia convenienza a mantenere in vita o comunque non può abbandonare senza danno per la sua complessa economia»⁴⁶.

L'autosufficienza economica di un'azienda può essere valutata in relazione a diversi periodi di tempo e, in generale, nel breve, nel medio e nel lungo periodo. Poiché, però, l'azienda, come osserva Zappa⁴⁷, «non è un accidente della vita economica», ma una organizzazione di beni e di persone per sua natura atta a perdurare nel tempo, l'equilibrio economico o reddituale non può giudicarsi se non a medio-lungo termine. Inoltre, «a motivo del tempo richiesto perché l'impresa possa inserirsi nel mercato o perché date iniziative possano dare pieno frutto, l'esercizio può risultare economicamente squilibrato per alcuni anni, mentre in periodi di tempo sufficientemente lunghi presentare fondate condizioni di equilibrio economico e di autosufficienza»⁴⁸.

Una stessa iniziativa imprenditoriale potrà risultare autosufficiente nel medio o nel lungo periodo ma, a causa della congiuntura negativa, presentare periodi di squilibrio economico nel breve periodo. E' molto frequente, in particolare, osservare casi di aziende che subiscono perdite nel primo o nei primi esercizi, trascorsi i quali consegue risultati economici positivi. Pertanto, non dovrebbe essere dato un giudizio negativo sulla permanenza in vita di un'impresa solo perché essa mostra perdite nel breve periodo (specie se si tratta dei primi anni di vita della stessa). Sono, queste, analisi da farsi secondo un orizzonte temporale più lungo.

Tuttavia, è necessario fare una considerazione molto importante. L'equilibrio di lungo termine deve essere compatibile con i «*tempi di attesa concretamente e finanziariamente sopportabili dalla data azienda*»⁴⁹; si vuole intendere che tutte queste valutazioni vanno attentamente contestualizzate alle specificità d'azienda di cui si tratta: è qui, in particolare, che il tempo fisico, di per sé oggettivo, può assumere una diversa rilevanza a seconda dei variamente configurabili vincoli alla gestione aziendale. Ogni iniziativa economica, intrapresa dall'azienda, sarà caratterizzata da uno stimato "tempo d'attesa"; ovvero il tempo necessario perché questa raggiunga l'equilibrio economico sperato. Tanto più lungo questo tempo risulti, tanto più grande sarà la "potenza finanziaria richiesta all'impresa e rispetto ad essa si giudicherà anche la sostenibilità di detta iniziativa.

Sarà cruciale il parere e la disponibilità dei soci e, soprattutto, del soggetto economico. Il problema è, infatti, costituito dalla presenza o meno di una compagine sociale disposta a

⁴⁶ P.Onida, *Economia d'azienda*, op.cit., pag. 62 e segg..

⁴⁷ Cfr. G.Zappa, *Le produzioni nelle economie delle imprese*, Giuffrè, Milano 1956.

⁴⁸ Cfr. P.Onida, *Economia d'azienda*, op.cit..

⁴⁹ Cfr. S. Sarcone, *L'azienda - Caratteri d'istituto, Soggetti, Economicità*, op.cit..

sostenere, con capitale di rischio, il complesso delle attività aziendali, facendo fronte alle perdite che in alcuni casi della vita aziendale si dovessero manifestare.

La citata disponibilità dei soci – che altro non è che una loro temporanea rinuncia a ricevere la *congrua remunerazione* sul capitale di rischio investito in vista delle più favorevoli prospettive economiche dell'azienda in futuro e la loro propensione a ricostituire il livello di patrimonializzazione aziendale ogni volta che l'integrità del capitale sia erosa dalle perdite d'esercizio – non potrà essere uguale in ogni realtà, per cui gli stessi “tempi di attesa” sopportabili non saranno uguali per tutte le imprese.

Tale disponibilità potrà variare a seconda delle condizioni dei soggetti cui l'impresa fa capo e dei particolari rapporti intercorrenti con essi e delle eventuali colleganze con terze economie.

Un soggetto economico finanziariamente forte, la veste giuridica assunta dalla data impresa (è noto ad es. che le possibilità di finanziamento delle società di capitali siano maggiori rispetto a quelle delle società di persone e delle imprese individuali, potendo le prime, se quotate in borsa, accedere al mercato azionario), buoni rapporti con le banche e gli altri finanziatori (compresi i fornitori), così da ottenere facili rinnovi alle scadenze del credito concesso; alleanze strategiche con altri soggetti; un favorevole credito sociale, in modo da poter aumentare il proprio potere contrattuale con i governi dei Paesi in cui si opera, sono solo esempi dei possibili elementi in grado di dilatare i tempi d'attesa di cui sopra.

In questo elenco non è ancora riportato uno degli elementi più importanti: i particolari rapporti che possono unire l'impresa ad altre economie. Cioè, il tempo, ad es. quello di recupero ammesso per un qualsiasi investimento, avrà diverse implicazioni a seconda che l'azienda sia autonoma, o faccia parte di “gruppi”. Per questo motivo, alcuni tipi d'investimenti, che altrimenti sarebbero preclusi in termini di sostenibilità, divengono fattibili se le tipiche valutazioni di convenienza sono inserite in un contesto di pianificazione finanziaria di gruppo date le maggiori risorse cui esso è in grado di accedere.

Quindi per le argomentazioni fatte e quelle nel seguito, la sede a cui più si adatta la valutazione dell'economicità (e quindi del raggiungimento dell'equilibrio economico specie nel suo aspetto soggettivo) è il lungo periodo; per lo stesso motivo, la sede primaria delle decisioni dirette a mantenere le condizioni prospettiche di equilibrio del sistema aziendale è quella in cui si formulano i piani strategici, ossia proprio quei «piani che definiscono le linee

di fondo dello sviluppo dell'attività dell'impresa vista nella sua interezza spaziale e nella sua proiezione temporale di lungo periodo⁵⁰».

L'azione dell'imprenditore è impegnata a procurare il tendenziale miglioramento della posizione di partenza dell'azienda per accrescerne la redditività e ciò attraverso piani strategici in grado di valorizzare il piano economico suo e dell'ambiente in cui essa opera.

Onida, ma anche altri autori, pone proprio lo *sviluppo* fra le condizioni di vitalità dell'impresa; uno sviluppo qualitativo prima ancora che quantitativo-dimensionale, ovvero la crescita dell'impresa come complessiva organizzazione e del suo personale in termini di professionalità, efficienza, innovatività, velocità e flessibilità di adattamento alle mutevoli esigenze del mercato⁵¹. Lo sviluppo inteso in questo modo si armonizza perfettamente con il fine dell'impresa economica: il raggiungimento di una congrua redditività di lungo periodo tramite il mantenimento di un adeguato livello di competitività e di consenso sociale.

Le scelte assunte in sede strategica sono, quindi oltremodo decisive: danno la “struttura portante” a quel “meccanismo” complesso, che deve essere fatto funzionare per assicurare la sopravvivenza dell'impresa: si tratta, spesso, di assumere scelte irreversibili, con cui si destinano e vincolano le risorse limitate dell'impresa nel lungo periodo.

L'equilibrio reddituale e la congruità del risultato positivo di periodo. Tra le condizioni di durabilità non è inserita quella della mera massimizzazione del profitto: l'obiettivo ultimo di un'economica gestione, infatti, va oltre ed è quello di generare, con le scelte concretamente pianificate ed assunte nella gestione, durevoli prospettive di sviluppo economico dell'impresa e, quindi, di duratura redditività.

Sicuramente, una delle condizioni di questo sviluppo è la disponibilità del capitale necessario per finanziare il fabbisogno generato dagli investimenti richiesti; ed è proprio il futuro propizio circa la redditività di un'impresa, ad essere una delle attrattive maggiori degli investimenti di capitale, primo fra tutti, quello di rischio. Ma, come già detto precedentemente, il massimo profitto non è l'unico motivo per cui si fa un investimento imprenditoriale.

Invero, le condizioni di detto sviluppo sono molto più complesse della massimizzazione del saggio di profitto. Per comprendere questo, si deve considerare che l'impresa, come postula Onida, non è solo uno strumento di produzione della ricchezza ma anche di distribuzione

⁵⁰ Cfr. I. Marchini, *Efficienza, produttività, redditività, economicità nell'impresa*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* -Aprile 1972-n.4.

⁵¹ Cfr. V.Coda, *L'orientamento strategico dell'impresa*, in *Finanza,Marketing e produzione*, n.1, 1989, pagg.18- 19.

sociale della stessa (attraverso la politica dei dividendi e dell'autofinanziamento, la politica dei salari ed, infine, la politica dei prezzi) e, a seconda di come tale funzione viene esercitata, l'impresa potrà risultarne avvantaggiata o svantaggiata.

I soci, in qualità di conferenti capitale di rischio, sono provvisti, per tale loro apporto, di una remunerazione di tipo *residuale, varia ed eventuale*, (il dividendo) che è necessario affinché essi mantengano il loro investimento nell'azienda. Invero, la determinazione dell'interesse da riconoscere al capitale proprio implica la scelta di un tasso, che dovrebbe essere pari al tasso di interesse che i capitali, investiti nel settore produttivo al quale l'impresa appartiene, danno in media. Ciò non è di facile determinazione in quanto servono dati completi sulle rilevazioni delle aziende (che invece rimangono di difficile accesso) e complessi calcoli statistici.

Ma quand'è che può dirsi congruo il reddito d'esercizio al quale hanno partecipato? Quand'è che l'attività imprenditoriale riceve equa remunerazione?

Sarcone⁵² distingue, a proposito degli elementi diretti a misurare la congruità del reddito d'esercizio, tra società ed imprese e imprese gestite individualmente. Nelle società, specie quelle di capitali, la congruità dipende dal comporsi di due elementi:

- Il tasso di rendimento per investimenti privi di rischio;
- Il premio per il rischio dovuto all'esercizio dell'attività imprenditoriale⁵³;

Nelle imprese individuali si aggiunge un terzo elemento, «il compenso per l'opera direzionale, svolta dall'imprenditore in seno alla sua impresa, compenso denominabile salario direzionale»⁵⁴. Questo elemento non viene, invece considerato per le società, specie se di capitali, in quanto in esse lo stesso elemento dà luogo a dei veri e propri costi d'esercizio, dati dai compensi spettanti agli organi amministrativi, che, essendo realmente sostenuti, sono rilevati contabilmente.

E' da notare come la remunerazione del capitale di rischio non sempre corrisponda al suo livello congruo. Tuttavia, esistono elementi di ordine extra-economico che possono spingere il soggetto economico a reputare soddisfacente il livello di reddito raggiunto, anche se non congruo. Come afferma Onida, «potenti stimoli ad operare nelle imprese private di grande dimensione, sogliono essere - accanto all'atteso lucro - lo sviluppo della personalità nel

⁵² Cfr. S.Sarcone, *L'azienda caratteri d'istituto, soggetti, economicità*, op.cit.

⁵³ Sulla determinazione per il compenso per il rischio si veda più ampiamente L. Guatri, *La valutazione dell'azienda. Teoria e pratica dei Paesi avanzati a confronto*, Egea, Milano, V edizione, 1994; G.Zanda, M.Lacchini, T.Onesti, *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, II ed. 1994; Richard A. Brealey- Stewart C. Myers-Sandro Sandri, *Principi di finanza aziendale*, Quarta edizione, McGraw-Hill, pagg.139 e segg..

⁵⁴ Quest'ultimo compenso e quello di cui al sub 1) prendono il nome di *oneri figurativi* in quanto non sono materialmente sostenuti dalle imprese e, quindi, non sono formalmente rilevati nella loro contabilità.

lavoro, ... il desiderio di potere e di prestigio, la tradizione di date forme di attività, la coscienza del dovere sociale di contribuire al bene comune, ecc.⁵⁵».

Senza dubbio, le decisioni che il management assume in tema di dividendi in tema di finanziamento sono relevantissime nell'assicurare uno piuttosto che un altro all'azienda. Queste due politiche di distribuzione della ricchezza devono essere esaminate insieme, dati i loro evidenti forti legami.

Laddove la gestione annuale abbia prodotto un utile d'esercizio, di esso si dovrà decidere la destinazione; pagare dividendi ai soci, per l'impresa, rappresenta la remunerazione di uno dei fattori utilizzati per produrre quella stessa ricchezza; il costituire riserve con gli utili accantonati, invece, è per l'impresa una forma di risparmio che le fornirà parte o tutti i mezzi per finanziare i nuovi investimenti.

La possibilità di accedere a mezzi "interni" di finanziamento può spesso presentarsi come un importante vantaggio per l'impresa in questione rispetto alle sue concorrenti, che invece non ne possedessero. Ciò vale soprattutto per quei periodi in cui per qualche motivo dovessero imporsi limiti all'accesso del mercato dei capitali, come ad es. un innalzamento dei tassi di interesse sui prestiti ricevuti, oppure, per le società di capitali che ne fanno uso, una crisi del mercato obbligazionario che gli impedisca il conveniente collocamento dei propri titoli. L'impresa "ricca" di riserve proprie ha degli elementi di durabilità in più rispetto a quelle che, invece facessero affidamento esclusivo sulle fonti "esterne". Anche in condizioni normali, l'autofinanziamento mostra i suoi pregi: tra di essi, vi è, infatti, la capacità di ridurre gli oneri finanziari cui l'impresa deve far fronte per la provvista di capitale, alleggerendo così il conto economico per gli anni futuri. Il tasso di crescita che un'impresa può perseguire senza il ricorso a fondi esterni è conosciuto come *tasso di crescita interna*⁵⁶:

$$\text{tasso di crescita interno} = \frac{\text{utili non distribuiti}}{\text{attività}}$$

Si può approfondire ancora di più la conoscenza del tasso interno di crescita moltiplicando numeratore e denominatore dell'espressione per il *reddito netto* e per il *capitale netto*, come segue:

⁵⁵ P. Onida, *Economia d'azienda*, op.cit..

⁵⁶ Cfr. Richard A. Braley, Stewart C. Myers, Sandro Sandri, *Principi di finanza aziendale*, op.cit..

$$\text{tasso di crescita interno} = \frac{\text{utili non distribuiti}}{\text{reddito netto}} \times \frac{\text{reddito netto}}{\text{capitale netto}} \times \frac{\text{capitale netto}}{\text{attività}}$$

In questa nuova espressione, il primo rapporto è noto come *rapporto di ritenzione degli utili*, il secondo ROE (la redditività del capitale netto) e il terzo è una leva finanziaria. Si nota che la società in esempio può accrescere tanto più velocemente, senza emettere nuove azioni, quanto più (1) reinveste una elevata proporzione dei propri utili, (2) ha una elevata redditività del capitale netto (ROE) e (3) ha un apporto debito/attività basso.

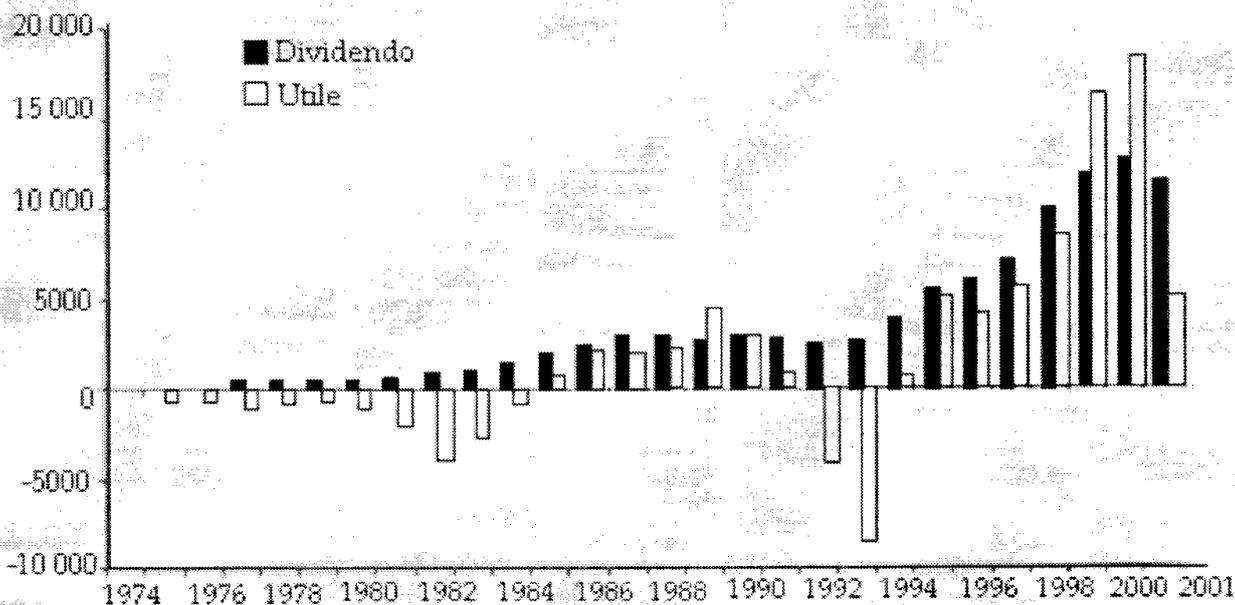
Le dichiarazioni fatte finora già chiariscono quanto le due politiche di destinazione degli utili non sono in realtà opposte come appare. Ragionando con un'ottica di breve periodo, effettivamente la costituzione di riserve con gli utili non distribuiti potrebbe anche significare l'indisponibilità di utili residui sufficienti a consentire la congrua remunerazione degli azionisti tramite i dividendi.

L'autofinanziamento, invero, consente il perseguimento della progressiva *stabilizzazione dei dividendi*, che è ottenuta sia perché esso rafforza l'impresa e la sua futura redditività, sia perché si potrà fare affidamento sulle riserve, che vi si costituiscono, negli esercizi avversi per reintegrare gli utili destinabili ai dividendi (nonché per dare copertura alle eventuali perdite). Inoltre, l'assegnazione continuativa di congrui dividendi consolida la reputazione dell'impresa nei mercati dei capitali, aumentando la sua capacità di ottenere credito dall'esterno.

Un'indagine condotta al riguardo sembra confermare quanto, anche per le imprese italiane, sia importante distribuire dividendi il più possibile stabili nel tempo⁵⁷.

In essa si sono analizzate le serie storiche degli utili e dei dividendi relative ad un campione di 972 imprese censite da Mediobanca dal 1974 al 2001, cui si riferisce il grafico:

⁵⁷ Ci si riferisce allo studio condotto da Stefano Mengoli, *“Aspetti proprietari e politica dei dividendi: una verifica empirica per il mercato italiano”*, tesi di dottorato, Università di Siena, 2002.

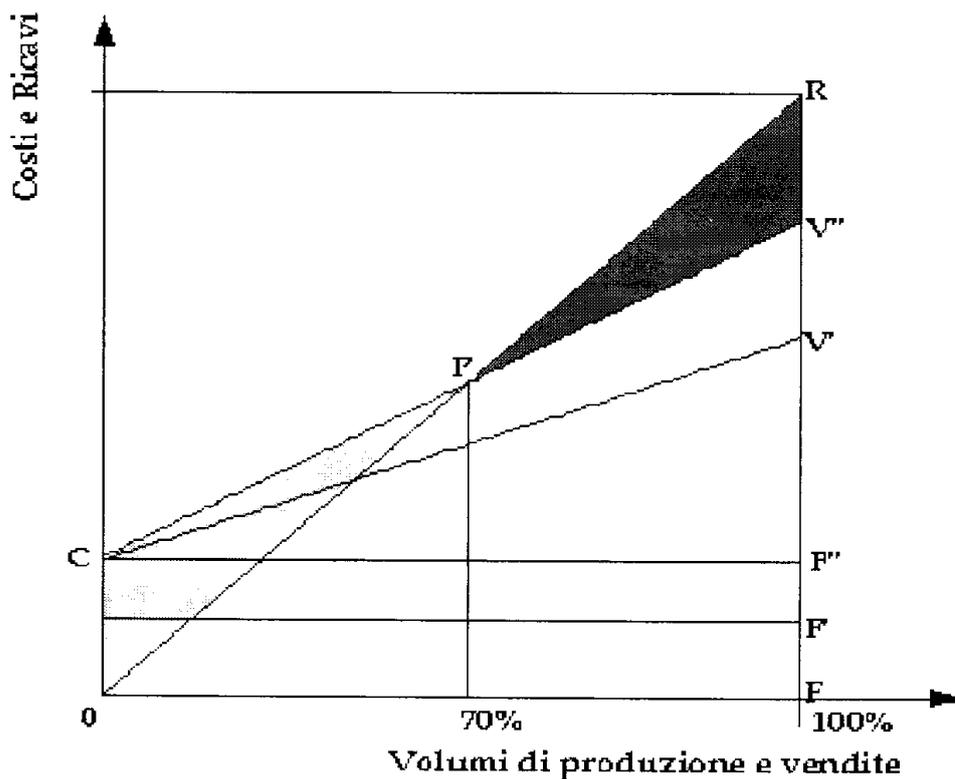


Dal grafico emerge la maggiore volatilità degli utili rispetto ai dividendi. Ad es. nel 2001 si è registrata una distribuzione di dividendi per un ammontare superiore ad € 11 miliardi, circa il doppio degli utili complessivamente conseguiti e distribuiti nello stesso anno (inferiori a € 5 miliardi)⁵⁸. Ciò evidenzia come per le imprese italiane, sia molto importante la politica dei dividendi e come essa non sia significativamente legata agli utili del periodo. L'utilità dell'informazione fornita dal grafico e dallo studio collegato, sta, ai fini di quanto detto, nel fatto che esso mostra la *maggiore stabilità dei dividendi rispetto agli utili* (caratteristica confermata anche considerando soltanto il sottocampione di imprese caratterizzate dall'aver conseguito solo utili positivi)⁵⁹.

I *diagrammi di redditività o profitgraph* costituiscono un tipico strumento di analisi dei costi e rappresentano in estrema sintesi le relazioni tra costi fissi, costi variabili e volume della produzione. Vengono costruiti in sede di programmazione d'esercizio e prendono il nome inglese di *break even chart* (in Italia sono noti come *diagrammi del punto di equilibrio*).

⁵⁸ L'evidenza di dividendi in molti anni maggiori rispetto agli utili potrebbe essere ingenuamente contestata per il fatto che si stanno confrontando grandezze solo positive (i dividendi) con altre che, a seconda delle alterne vicende vissute dall'impresa, possono essere sia positive che negative (gli utili, appunto). In realtà tale risultato resta confermato anche considerando il sottocampione di imprese caratterizzate dall'aver solo conseguito utili positivi.

⁵⁹ Al riguardo sono state condotte delle osservazioni empiriche. Una di queste è quella condotta a metà degli anni cinquanta da John Lintner che intervistò alcuni manager a riguardo delle politiche dei dividendi. Dall'indagine si è evidenziato come i manager concentrino la loro attenzione più sulle variazioni dei dividendi che sui loro livelli assoluti e che tali variazioni seguono le variazioni degli utili di lungo periodo (ovvero si segue la stabilizzazione dei dividendi), mentre le variazioni transitorie degli utili difficilmente influiscono sui dividendi. Per un approfondimento cfr. J.Lintner, *Distribution of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes*, in *American Economic Review*, 46, pagg. 97-113, maggio 1956.



Essi rappresentano l'andamento congiunto dei costi e dei ricavi di competenza economica dell'esercizio al variare della quantità prodotta, consentendo, così, di determinare – noti detti costi e ricavi- il volume minimo di produzione al di sotto del quale l'azienda sosterebbe perdite di gestione.

Su di un sistema di assi cartesiani si rappresentano i valori relativi ai costi ed i ricavi sull'asse delle ordinate, mentre su quello delle ascisse i valori minimi relativi ai volumi della produzione. Solitamente detto diagramma viene rappresentato con funzioni lineari dei costi e dei ricavi: la semiretta R indica i ricavi di vendita, mentre la semiretta CV'' rappresenta i costi complessivi, composti dal totale dei costi fissi, (semiretta CF'') e dal totale dei costi variabili (semiretta CV'). La semiretta dei ricavi dovrebbe invece essere costruita attraverso una possibile stima dei movimenti della domanda rispetto alle diverse ipotesi di prezzo e di volume della produzione.

Invero tale diagramma è costruito sull'assunto che i prezzi di vendita dei prodotti, così come i costi dei fattori produttivi necessari per realizzare la data produzione, rimangono costanti nel periodo di riferimento⁶⁰. Le due semirette dei ricavi e dei costi si intersecano nel punto P

⁶⁰ E' qui evidente una semplificazione introdotta rispetto alla realtà da questo modello di analisi. Raramente le imprese sono così libere nel decidere il prezzo a cui collocare la produzione sul mercato; nella maggior parte dei casi, invece, la struttura di mercato non è monopolistica e quindi le imprese operative non sono totalmente *price-maker*.

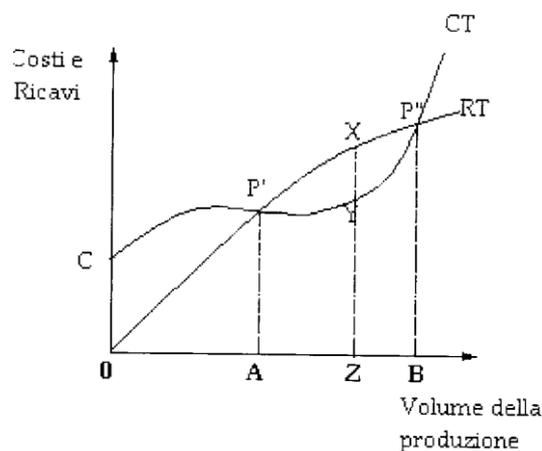
che indica proprio il punto di equilibrio contabile, anche detto *punto utile zero*, dove i costi e i ricavi si eguagliano (nell'esempio corrisponde al 70% del volume massimo della produzione rispetto alla capacità installata). In corrispondenza di volumi inferiori, si entra nell'area delle perdite (il triangolo O-P-C), viceversa, per volumi via via superiori si registrano margini crescenti di profitto (rappresentati dal triangolo P-V''-R). La congrua remunerazione del capitale di rischio sarà conseguita in corrispondenza di un dato volume della produzione superiore al 70% (ipotizzando di non aver ricompreso già tale voce tra i Costi).

La staticità è ciò che caratterizza tali strumenti, per cui sarà necessario aggiornarli con periodicità stretta rispetto al mutare delle concrete condizioni di mercato perché l'analisi che vi si basa e le condizioni che ne risultano siano significative.

Tuttavia la struttura oligopolistiche di molte industrie consentirebbe loro di instaurare accordi, più o meno palesi e consapevoli, tra di esse, tali da rendere il prezzo non un qualcosa di incerto a priori (perché dominato dalla domanda) ma un fenomeno maggiormente controllabile.

Anche laddove ciò avvenisse si tratterà di fare i conti con l'effettiva elasticità della domanda caratterizzante il settore, la quale è la determinante della quantità richiesta del prodotto o servizio rispetto al prezzo "imposto". Ciò fa sì, tra l'altro, che la curva dei ricavi non debba essere rappresentata rettilinea, bensì in senso più realistico con una curva sempre crescente rispetto al crescere del volume delle vendite ma in misura via via meno che proporzionale per tener conto del fatto che all'aumentare delle vendite tende a ridursi il prezzo di vendita. E comunque si avrà una diversa curva dei prezzi a seconda del tipo di prodotto o servizio, delle preferenze dei consumatori, della struttura di mercato, etc.

Altra semplificazione riguarda il modo in cui sono stati rappresentati i costi. Anche per essi più realistiche rispetto alle semirette sono delle curve con diverso andamento rispetto al volume della produzione. In generale la curva dei costi complessivi presenta in una prima fase un andamento crescente in misura degressiva per effetto dei costi meno che proporzionali (e, quindi costo unitario decrescente); nella fase centrale un andamento tendenzialmente proporzionale all'andamento della produzione a causa della predominanza dei costi proporzionali (e ancora costo unitario decrescente fino al punto di minimo)- questa è la fase che corrisponde alla normale attività aziendale in cui la capacità disponibile è utilizzata al meglio-; infine la curva cresce in misura progressiva (con costo unitario crescente) per l'effetto dominante dei costi più che proporzionali in quanto , per oltrepassare il limite della normale attività, occorre acquisire nuovi fattori produttivi a costi crescenti. Così potrebbe rappresentarsi un grafico più realistico:



in esso si nota come i punti di intersezione tra i costi totali e i ricavi siano due. Il punto di massimo profitto si realizza in corrispondenza del volume Z (dove la distanza tra le curve, nel tratto P'- P'', è maggiore). Qui si può rappresentare il fatto che il punto di equilibrio può non coincidere con il massimo della capacità produttiva proprio a motivo del diverso andamento dei costi e dei ricavi.

L'efficienza e le sue diverse nozioni. L'equilibrio economico, nelle sue componenti di costo e di ricavo, è influenzato dall'efficienza dell'impresa, intendendo il termine in maniera estesa a tutte le sue accezioni. Il concetto di efficienza è, infatti, stato oggetto di diverse interpretazioni in economia aziendale, con significati non sempre coincidenti⁶¹. Da qui le diverse nozioni di efficienza tecnica, economica, etc, che vengono ora esaminate di seguito. In via generale, l'efficienza di un'impresa è stata definita come «l'attitudine storicamente dimostrata, ovvero presunta, al raggiungimento del suo fine⁶²». Ed ancora in epoca più recente come «capacità di rendimento o attitudine a svolgere una certa funzione⁶³».

Lambertini fa notare come, se così intesa, l'efficienza venga ad assumere un significato piuttosto esteso, tanto da essere difficilmente distinguibile da concetti quali quello di efficacia (che si riferisce proprio al grado di raggiungimento degli obiettivi che ci si sia prefissati per una data attività). In una accezione più ristretta, l'efficienza viene, invece, riconosciuta nel rapporto tra risultati ottenuti e risorse impiegate, per cui non basta conseguire determinate finalità, ma farlo con il più conveniente utilizzo delle risorse⁶⁴. Vediamo ora i vari aspetti del fenomeno efficienza.

Una prima nozione è quella di *efficienza tecnico-operativa* (o efficienza interna). Sotto questo profilo, essa riguarda le coordinazioni produttive attuate dall'impresa; in particolare, se esse corrispondono o meno alla migliore combinazione ottenibile nell'ambito dell'impiego dei fattori produttivi: ovvero, se si riducono il più possibile al minimo i costi di tale combinazione pur nel rispetto del raggiungimento degli obiettivi.

L'Onida la esprime in termini di «rendimenti fisico-tecnici dei diversi fattori della produzione e dei vari processi impiegati e, più largamente, in termini di costi di produzione e di vendita». L'efficienza è tanto maggiore quanto più alti sono i rendimenti dei fattori (o produttività degli stessi) e tanto minori sono i costi di produzione e di vendita.

Tale accezione di efficienza può, infatti, essere espressa sia rapportando delle quantità fisico-tecniche (ossia, la quantità di fattori impiegati con la quantità di fattori che si sarebbero dovuti impiegare o che si sono impiegati in passato⁶⁵) sia confrontando dati a valore che risultano dal prodotto delle stesse quantità per i valori unitari. Ecco che il livello

⁶¹ Questo sotto-paragrafo è in parte tratto da uno studio condotto sul tema da Francesco Lambertini (cfr. F.Lambertini, *Efficienza, economicità e sviluppo dell'impresa*, op.cit..

⁶² Cfr. L. Guatri, *I costi di azienda*, Giuffrè, Milano 1954, pag. 23. Aggiunge poi l'autore: «Misurare l'efficienza di un'impresa significa perciò, misurarne il grado di raggiungimento del fine dell'impresa».

⁶³ Cfr. S. Sciarelli, *Il sistema impresa*, III ed., CEDAM, Padova 1985, Pag.159.

⁶⁴ «in altro modo, l'efficienza può quindi essere qualificata come la migliore scelta tra diverse alternative possibili nel rispetto delle condizioni di efficacia», cfr. F. Lambertini, *Efficienza, economicità e sviluppo dell'impresa*, op.cit..

⁶⁵ Cfr. C. Campanini, G.Capodaglio, *Introduzione alla economia aziendale*, Clueb, Bologna 1985, pag.116.

di efficienza aziendale dipenderà non solo dalla capacità di ridurre al minimo l'impiego di input in termini di unità fisiche ma anche dal livello dei prezzi con cui si è in grado di acquistarli.

Questo è uno dei motivi per cui, ad es., in passato si sono creati grandi gruppi industriali: aggregazioni, avviate da parte di grandi imprese spinte proprio dalla volontà di conseguire le c.d. *economie di integrazione verticale* che consentissero loro di assumere maggior controllo sui mercati di approvvigionamento; ed è il motivo per cui oggi, a seguito di stagioni di ridimensionamento di tali gruppi, vengono comunque ricercate, dalle imprese in rapporto fornitore-committente, politiche di integrazione con accordi di vario tipo. Non è raro, infatti osservare, tra imprese (fra cui sussista il rapporto di cui sopra) relazioni strette in merito all'adozione in comune di complessi sistemi di gestione della qualità, che altrimenti isolatamente non avrebbero potuto permettersi o comunque non avrebbero sortito gli stessi effetti; il caso è anche quello di due o più imprese che si integrano in vario modo per aumentare le loro prospettive di durabilità sul mercato, qui puntando sull'incremento dell'efficienza, grazie alla messa in comune delle risorse complementari di cui dispongano e sfruttandone le possibili sinergie.

-Quella finora esaminata è l'efficienza tecnico-operativa o efficienza interna, che è solo un aspetto del più ampio fenomeno dell'efficienza aziendale. Un altro suo aspetto è la c.d. *efficienza di mercato* o efficienza esterna, che riguarda le attitudini commerciali dell'impresa, ovvero, il rapporto con i mercati di approvvigionamento e di sbocco.

Ferrero individua tale profilo dell'efficienza aziendale con queste parole: «l'efficienza esterna, per contro, definisce l'operatività aziendale sotto il profilo della competitività dell'azienda nei mercati in cui essa opera, da un lato per acquisire i capitali e gli altri fattori di cui questa necessita, dall'altro per collocare i beni o i servizi prodotti: competitività che esprime l'attitudine dell'azienda a “stare in mercato”, tenuto conto delle condizioni di disponibilità dei fattori e della “concorrenza” all'acquisto, nel primo caso, e delle circostanze che condizionano il mercato di “consumo” e la relativa competizione economica, nel secondo⁶⁶».

Dato che l'efficienza esterna insiste anche sugli approvvigionamenti dei fattori produttivi, è chiaro il collegamento esistente con l'efficienza interna: in particolare, nella sua espressione a valore quest'ultima risulterà determinata dai prezzi negoziati per l'acquisto dei fattori impiegati nei processi produttivi. Allo stesso tempo, un buon livello di efficienza interna, creando vantaggi di costo, può determinare il successo dell'azienda anche sul piano

⁶⁶ Cfr. G.Ferrero, *Istituzioni di economia d'azienda*, pag.213, op.cit..

dell'efficienza esterna (ovvero nei suoi rapporti commerciali sui mercati di sbocco dei prodotti)⁶⁷.

Dal lato del mercato di sbocco, sul quale si è più soliti prestare l'attenzione, l'efficienza esterna di un'impresa potrà essere valutata anche attraverso l'esame di quello che viene chiamato *posizionamento competitivo*⁶⁸ dell'impresa sul mercato.

Infine, può essere considerata l'ultima accezione del problema in esame, *l'efficienza economica*, di cui si vedrà, si è già parlato. Con tale termine Lambertini non fa altro che individuare quello che precedentemente si è denominato equilibrio economico o autosufficienza economica. Infatti, così afferma: «essa riguarda la complessiva attività aziendale e va intesa come attitudine o capacità dell'impresa a realizzare economicamente le combinazioni operative, coniugando in modo adeguato ricavi e costi di gestione e perseguendo quindi la produzione di un reddito⁶⁹». Ora sono ancora più chiari gli stretti vincoli di dipendenza dell'equilibrio economico con l'efficienza vista nei due aspetti sopra considerati: l'efficienza economica di un'impresa dipenderà innanzitutto dalla sua attitudine a realizzare efficienti combinazioni di fattori produttivi sia da un punto di vista tecnico (maggiori rendimenti di fattori e processi), sia da un punto di vista tecnico economico – quindi operativo- (cioè costi complessivamente di entità inferiore).

2.2 L'apprezzamento dell'equilibrio economico del gruppo

Nel precedente paragrafo si sono esaminate le condizioni su cui poggia il giudizio di equilibrio economico aziendale; si è visto come il raggiungimento prospettico dello stesso, o meglio ancora dell'efficienza economica, sia tra gli elementi-sintomo della durabilità nel tempo dell'iniziativa imprenditoriale. L'equilibrio economico significa *l'attitudine dell'impresa a preservare nel tempo l'integrità del capitale* in essa investito, poiché si è visto come, tra i “costi” da coprire con i ricavi, ci sono anche quelli della gestione finanziaria come pure c'è da considerare la congrua remunerazione del capitale apportato dai soci rispetto al *rischio* cui partecipano e alle *aspettative* di cui sono portatori. Rispetto a

⁶⁷ Sul punto cfr. F.Lambertini, *Efficienza, economicità e sviluppo dell'impresa*, pag.15, op.cit..

⁶⁸ Il posizionamento competitivo ad es. di un prodotto è la percezione dello stesso diffusa presso i consumatori –clienti potenziali che consegue dalle attività di marketing messe in essere che sono volte a differenziare tale posizionamento il più possibile da quello dei concorrenti. Ecco che esso è un fattore rilevante nello spiegare il successo del prodotto. Attraverso delle apposite indagini di mercato è possibile verificare se il posizionamento che effettivamente si è raggiunto con le diverse leve del marketing mix è proprio quello voluto e se corrisponde al modo più efficace di competere nel segmento target. Dal successo nel posizionamento conseguito derivano la quota di mercato e la positiva performance economica. Per approfondimenti cfr. C.A. Pratesi, G. Mattia, *Piano marketing dei nuovi prodotti*, McGraw-Hill, Milano 2002;

⁶⁹ Cfr. F.Lambertini, *Efficienza, economicità e sviluppo dell'impresa*, pag. 15, op.cit..

questo punto, si è detto come alcuni autori evidenziano due profili dell'equilibrio economico:

il primo è quello *oggettivo*, e finora esaminato, ossia il reintegro dei fattori impiegati nei processi aziendali, compresa la congrua remunerazione del capitale di rischio;

il secondo è quello *soggettivo*, che lo si potrà riscontrare o meno in una medesima realtà aziendale facendo diretto riferimento a quelli che sono i programmi del soggetto economico per l'impresa in esame e con riguardo alla misura in cui essa, la sua performance, ne assecondano la realizzazione⁷⁰.

La rilevanza dell'equilibrio economico assume una nuova prospettiva se riferita all'apprezzamento dell'economia di un'impresa inserita in un gruppo. Si è visto, come le diverse strategie con cui, nell'ambito della direzione unitaria, il soggetto economico persegue il suo programma, siano di particolare momento nell'incidere sulla vitalità della singola impresa. Estendendo il concetto di equilibrio soggettivo ai gruppi (totalmente o parzialmente integrati), gli obiettivi del soggetto di governo, cui guardare per giudicare, trascendono l'individualità della singola controllata ma fanno capo ad una auspicata sua utilità per il progetto complessivo del sistema.

In un gruppo di imprese, mentre il disequilibrio oggettivo può rientrare nei piani del soggetto economico (e, quindi, rientrare tra le fattispecie dell'*economicità in funzione* del gruppo purchè entro i tempi finanziariamente supportabili), l'assenza prolungata dell'equilibrio soggettivo può comportare il disinvestimento e ciò, a sua volta, potrebbe essere non indolore- rispetto la sopravvivenza della specifica unità aziendale- se questa doveva gran parte del suo reddito dal mercato "interno" formato dalle relazioni infragruppo. Si pongono di fatto due interrogativi sulla sua durabilità: quanto quelle relazioni "interne" sono surrogabili con le transazioni del mercato esterno e quanto è sostituibile lo stesso soggetto economico.

Il venir meno dell'investimento del soggetto/i di governo non esclude naturalmente che, per l'impresa, l'evento traumatico si tramuti, invece, nell'inizio di una nuova stagione di

⁷⁰ Sul concetto di equilibrio soggettivo ed oggettivo si veda in modo più approfondito M. Cattaneo, *Economia delle aziende di produzione*, op.cit., pagg. 152-164.

sviluppo, giacchè coincida con l'ingresso nell'assetto proprietario di nuovi soggetti e, con essi, di nuove competenze e risorse.

Nell'impresa singola l'apprezzamento delle condizioni di equilibrio avviene attraverso l'esame dei valori messi a disposizione dalle rilevazioni che si fanno durante la gestione; sulla base dei dati contabili (combinati con quelli di diversa natura disponibili soprattutto in merito ai *trend*) si traggono informazioni utili per scegliere, monitorare ed aggiornare (secondo una sorta di "Ruota di Deming") le iniziative tese al raggiungimento dell'equilibrio economico.

La questione si fa più complessa se ci si riferisce alle informazioni disponibili al riguardo di un'impresa operante all'interno di un gruppo: il primo ordine di problemi concerne proprio le informazioni contabili da utilizzare per le valutazioni.

Si potrebbe dire che le informazioni cui far riferimento per l'espressione di un giudizio a valere del complesso siano quelle estraibili dal *bilancio consolidato* redatto dalla sua holding. Tale giudizio guarda a due grandezze fondamentali: il capitale ed il reddito. In questo caso, però, si tratta di elaborare dati riferibili ad un'entità economica di ordine superiore rispetto a quello della singola impresa, per cui i valori che si trovano nel bilancio di gruppo provengono dal processo di consolidamento dei dati provenienti dalle rilevazioni consuntive fatte nelle diverse unità aziendali: questi dati vengono da un lato *integrati* per classi omogenee e, quindi, *rettificati* per tramutare, come si dice, i valori aggregati in valori di sistema.

Altra questione si pone relativamente l'individuazione delle condizioni produttive e dei soggetti cui riferirsi per la valutazione delle condizioni di equilibrio, sia oggettivo che soggettivo. A questo proposito si è vista l'esistenza di diverse "teorie di gruppo"; rispetto ad esse, si è visto che ogni giudizio relativo alle condizioni di equilibrio può avere diversi ambiti di riferimento in un gruppo: quello delle singole unità aziendali, della capogruppo o, prima ancora del gruppo nella sua interezza, di porzioni dell'intero complesso (i *sottogruppi*), a loro volta identificati in virtù del vincolo di partecipazione che le collega ad una "sotto-capogruppo" (che svolge sulle sue controllate la funzione di indirizzo), oppure sottogruppi di unità aziendali supervisionati sì, tutti, dalla holding, ma che costituiscono *raggruppamenti* di unità in virtù della complementarietà dei processi che *in o fra* esse si svolgono.

Ne consegue che non è concesso esprimere giudizi complessivi *di* gruppo, trascurando quello *nel* gruppo e viceversa (si veda in particolare le situazioni di economicità in funzione

del gruppo). Vi è, infatti, da considerare che in un gruppo, a differenza di quanto può avvenire nella singola impresa, per i portatori dei fattori a remunerazione residuale si configura spesso un esito disomogeneo (di utile o perdita) dei loro apporti: ossia a fronte della congrua remunerazione dei soci di maggioranza, possono esservi minoranze singole, o di più unità del gruppo, in perdita e viceversa⁷¹.

Così si potrà assistere contemporaneamente a soci o stakeholders che esprimono *soggettivamente* giudizi di congruità ed altri d'incongruità della remunerazione ottenuta e questo anche in considerazione del diverso grado di rischio dell'ambito imprenditoriale cui, in primo luogo, partecipano (piuttosto che un giudizio di congruità complessivo).

Ognuno di questi soggetti, e soprattutto la loro permanenza, può avere col suo apporto un ruolo, surrogabile o meno, nella performance del gruppo ed i ruoli delle consociate del gruppo – compresi quelli membri della maggioranza dell'holding – trovano la loro remunerazione in relazione dell'andamento dell'unità cui direttamente partecipano; tuttavia si tratta di verificare, nel caso specifico, la misura in cui quest'ultimo risultato è influenzabile dalla performance di parte o tutto il resto del gruppo. Non si può quindi fare riferimento esclusivo ai risultati consolidati per fare delle valutazioni, così come non è auspicabile guardare ai bilanci delle singole imprese (se costituite in un gruppo) come facenti parte di “comparti stagni”.

In molte circostanze e, comunque, non in modo assoluto, infatti, si attesta la non significatività, ai fini delle analisi degli equilibri e dell'economicità delle singole unità, dei risultati parziali. Ciò è vero quando il soggetto economico consente la presenza di unità in perdita, purchè funzionali al raggiungimento degli obiettivi di gruppo. Così come i risultati delle singole unità hanno una valenza del tutto “parziale” sia quando fra di esse siano sviluppate forti integrazioni delle specifiche attività, sia in considerazione del modo in cui avviene la distribuzione della ricchezza all'interno del gruppo (e, quindi, il “luogo” o bilancio in cui meglio si apprezza la ricchezza generata da una certa attività può essere diversa da quella della singola unità specie se essa è partecipata totalitariamente dalla capogruppo).

⁷¹ Cfr. A.Lai, *Le situazioni di equilibrio economico-finanziario di gruppo*, op.cit..

2.3 Il conflitto d'interessi del soggetto economico e gli strumenti per la veicolazione del momento formativo dei risultati reddituali nel gruppo.

Da queste situazioni si richiama il fenomeno del possibile “conflitto d'interessi” riferibile al soggetto economico nel momento stesso in cui assume decisioni a valere, più o meno direttamente, per l'intero gruppo che controlla. Il conflitto si manifesta nei gruppi in quanto spesso a controllare le società vi sono altre società, le quali (e in particolare il soggetto che le controlla) hanno a loro volta interessi e partecipazioni in altre società e dei suoi azionisti⁷².

A supporto di tale informazione vi sono anche le *teorie dei costi di agenzia*. Infatti, «la quota azionaria di controllo, a cui si riferiscono le diverse teorie sui costi di agenzia, non è data dalla percentuale posseduta delle azioni con diritto di voto, ma dalla quota effettiva dei flussi di cassa spettanti al soggetto controllante⁷³», che è misurata dal cosiddetto “*alfa diluito*”⁷⁴. Il gruppo aziendale è quindi uno strumento fruibile dal soggetto economico per «esternalizzare (cioè far sopportare ad altri) parte dei costi sostenuti e per internalizzare (cioè di appropriarsi) parte dei privilegi (monetari e non) connessi alla gestione di determinate combinazioni economiche⁷⁵».

In altre parole, la quota di costo sopportata dal proprietario per il consumo di benefici non monetari (ad es. dovuti a particolari politiche di prezzo stabilite per le controllate) non coincide con la quota posseduta delle azioni con diritto di voto, ma è espressa dalla partecipazione effettiva ai flussi di cassa dell'impresa.

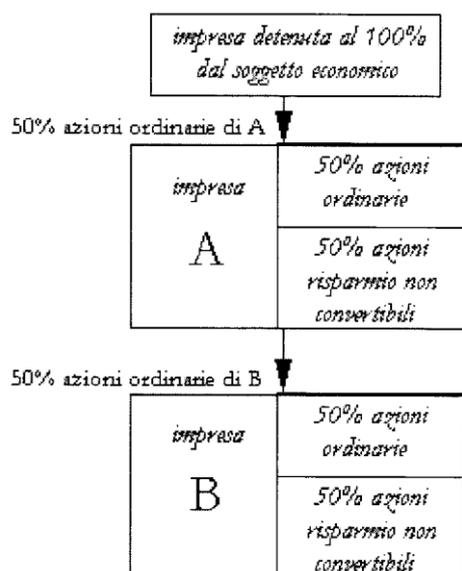
L'analisi di alcuni grandi gruppi industriali italiani evidenzia di fatto come il loro soggetto economico detenga la maggioranza dei diritti di voto in virtù di una quota piuttosto modesta (appunto diluita) del capitale effettivamente detenuto e questo grazie ad una serie di strumenti giuridici e finanziari, tra cui le azioni di risparmio, i patti di sindacato e, come nell'esempio che viene riportato in figura, le strutture piramidali. Nella figura si rappresenta il caso di una famiglia (che in Italia è spesso il soggetto economico) che detiene il 100% delle azioni di una

⁷² Cfr. S.Vaccà, *Le partecipazioni azionarie e i rapporti contrattuali nella formazione dei gruppi aziendali*, in *Il Risparmio*, Luglio 1960, pagg. 18-19.

⁷³ Cfr. R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, *Principi di finanza aziendale*, op.cit., pagg.1004 e segg., da cui è tratta anche la figura e l'esempio.

⁷⁴ Sul funzionamento della leva azionaria si tornerà più approfonditamente, per le conseguenze che comporta sull'apprezzamento dell'equilibrio finanziario.

⁷⁵ Cfr. A.Zattoni, *Economia e governo dei gruppi aziendali*, op.cit., pag. 190.



Esempio di determinazione dell'effettiva quota di partecipazione ai flussi di cassa di un'impresa (alfa diluito) in una struttura di gruppo "piramidale".

holding (che potrebbe essere soltanto una finanziaria di partecipazione, oppure una società con anche attività operative), attraverso la quale detiene il 50% delle azioni con diritto di voto di una società quotata A, il cui capitale si compone per metà da azioni ordinarie e per il resto da azioni di risparmio. Di conseguenza, il pieno controllo del capitale votante della società è esercitato con alfa diluito pari al 25% (ossia $50\% \times 50\%$). La società A, a sua volta, detiene il 50% delle azioni ordinarie della società B, che rappresenta la stessa struttura del capitale azionario di A. In tal caso il controllo di B verrebbe esercitato dal soggetto economico tramite una quota effettiva di partecipazione al capitale pari al 6.25% (ossia, $25\% \times (50\% \times 50\%)$). Per questo motivo, detto in modo semplice, del prezzo poco remunerativo praticato da B per il trasferimento di determinati prodotti o servizi alla capogruppo, il soggetto di governo ne risentirebbe negativamente per il 6.25%, mentre se ne avvantaggerebbe per il 100%! L'esempio non è affatto lontano dalla realtà italiana: infatti, da uno studio condotto in proposito da Brioschi, Buzzacchi e Colombo⁷⁶ risultava che, nel 1987, gli alfa diluiti (e rispettivamente gli alfa per le azioni con diritto di voto) per le società controllate dalla famiglia Agnelli andavano dall'1.57% (51.09%) di Rinascente al 9.96% (39.49%) della Fiat.

A partire dal 2001 si creò la più lunga catena di controllo piramidale degli ultimi decenni, il gruppo Pirelli-Olivetti-Telecom: in base ai dati Consob del 14 Marzo 2003⁷⁷, TIM risulta,

⁷⁶ F.Brioschi, L.Buzzacchi, M.G.Colombo, *Gruppi industriali e mercati finanziari*, in *Harvard Espansione* n.45, pagg. 119-123, 1989; F.Brioschi, L.Buzzacchi, M.G.Colombo, *Risk Capital, Financing and the separation of ownership and control in business groups*, in *Journal of banking and finance* 13, pagg.747-772. 1989.

⁷⁷ come riportato in R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, *Principi di finanza aziendale*, pagg.1104 e segg. op. cit. che fa riferimento come fonte a "database Consob".

infatti, controllata da Telecom, a sua volta controllata da Olivetti, controllata questa da Olimpia (non quotata), che è controllata da Pirelli S.p.A., che è controllata, tramite Pirelli International, da Pirelli&C., che è controllata da Camfin, a sua volta controllata dal Gruppo Partecipazioni S.p.A., società facente capo a Marco Tronchetti Provera (oggi tale catena ha subito diverse modifiche) . Si ha allora, che l'alfa diluito di Tronchetti Provera in TIM si aggirava su valori inferiori all'1%.

Gli strumenti che possono essere utilizzati per operare tale trasferimento di ricchezza all'interno di un gruppo prima del suo rilevamento (ovvero, prima ancora di far uso della distribuzione di utili, tramite i dividendi) sono diversi: di seguito, si fa riferimento ai principali tra cui i prezzi e la leva azionaria. Le considerazioni che fanno seguito vogliono mettere in evidenza come le dinamiche infragruppo pongono il problema della significatività degli esiti reddituali delle controllate ai fini delle espressione di un giudizio di equilibrio economico.

Uno di questi è la costituzione di un sistema di rapporti di finanziamento infragruppo, che accompagna le partecipazioni azionarie e che rafforza il vincolo d'interdipendenza tra le unità aziendali del complesso. Nel momento stesso in cui il finanziamento è concesso ad un tasso che sovrastima o sottostima quello del mercato dei capitali "esterno", lo stesso si fa veicolo della movimentazione interna della ricchezza. Lo stesso vale nel caso in cui esistendo relazioni commerciali fra le unità del gruppo, la fornitrice proceda a concedere alla controparte una dilazione di pagamento superiore o inferiore a quella che normalmente praticerebbe ad un cliente "esterno" o rispetto alla consuetudine tipica del settore e si vedrà (nel capitolo dedicato all'equilibrio finanziario) il peso del credito/debito commerciale nel determinare le condizioni di equilibrio finanziario. In questi casi, è chiaro che la società del gruppo, che si fa finanziatrice dell'attività dell'altra, agisca più che nell'interesse dei propri azionisti, nell'interesse del gruppo come complesso.

Altro strumento a disposizione del soggetto economico per realizzare queste politiche, rispetto al quale la considerazione del meccanismo dell'alfa diluito è di maggiore interesse dato in questo caso la portata ingente della ricchezza movimentata (e da tale soggetto appropriabile), è la cessione di partecipazioni ad un valore piuttosto diverso da quello determinabile secondo una congrua valutazione di mercato. Il soggetto economico potrebbe operare un trasferimento di risorse finanziarie dalle unità a valle (controllate con un alfa diluito esiguo) a quelle su cui è maggiore la sua interessenza, cedendo alle prime il controllo su un ramo aziendale, o su una società su cui partecipa il soggetto economico, ad un prezzo superiore rispetto a quello di mercato. Con lo stesso sistema un soggetto di governo può

tramutare azioni in suo possesso magari di poco valore o comunque poco spendibili sul mercato con quelle di un'altra società del gruppo, più apprezzata dagli investitori, con cui lui faccia fondere le società, invece, meno apprezzata⁷⁸.

2.4 I prezzi nelle transazioni di gruppo

Prima ancora dei precedenti strumenti visti, per la sua maggiore ricorrenza nelle gestioni di imprese costituite in un gruppo, rispetto alla distribuzione della ricchezza all'interno del gruppo, si deve aver riguardo del modo con cui sono definiti i *prezzi* nell'ambito dei trasferimenti "interni", ossia se o meno allineati con quanto avverrebbe per le transazioni di mercato (quello "esterno" al gruppo).

Occorre considerare che, non in tutte le strutture di gruppo, gli scambi interni assumono le stesse connotazioni: come si è visto, il diverso grado di *integrazione verticale* fra le aziende di un gruppo ed il maggiore o minore grado di *diversificazione* delle loro attività non influenzano solo la struttura organizzativa dell'aggregato, ma anche la rilevanza (in termini economico funzionali) delle operazioni infragruppo, così come la loro stessa esistenza⁷⁹. La società capogruppo, in ogni modo, non è sempre in condizione di poter imporre una politica dei prezzi di trasferimento che persegua in via esclusiva gli obiettivi di gruppo.

In presenza di forte integrazione verticale, particolarmente in quelle parti dell'aggregato che più di altre sono organizzate in modo da costituire dei "canali di filiera", i prezzi ed i volumi degli scambi costituiscono uno dei principali veicoli di trasferimento della ricchezza dalle unità a monte fino a quelle a valle e viceversa. Tuttavia, con la ricchezza può essere trasferita anche l'eventuale inefficienza, nello svolgimento dei relativi processi di altre unità. E' evidente che i prezzi "interni" rientrano tra le decisioni "informate" dalla direzione unitaria del soggetto economico, cioè impressa al fine di conseguire i suoi obiettivi, e, quindi, risentiranno di una programmazione complessiva.

Nei "gruppi o sottogruppi filiera", però si potrebbe avere che l'unico momento in cui l'aggregato si confronta col mercato esterno è quello dell'offerta di un'unica unità a valle della filiera di gruppo. Se, poi, si aggiunge per ipotesi che i prezzi degli scambi a monte

⁷⁸ «Un clamoroso esempio... è rappresentato dal passaggio del pacchetto di maggioranza della Finsiel dall'IRI alla STET. Secondo ragionevoli stime le azioni della Finsiel sono passate dalle mani dello Stato alle mani di un'impresa quotata come la STET, detenuta al 47% da piccoli azionisti, al doppio del loro valore. Questo equivarrebbe a dire che l'IRI ha espropriato agli azionisti di minoranza della STET per una cifra pari a 165 miliardi di lire». Cfr. L. Zingales, *Commento a: F. Barca, G. Ferri, Crescita, Finanziamento e riallocazione del controllo: teoria e prime evidenze empiriche per l'Italia*, in AA.VV., *Il mercato della proprietà e del controllo delle imprese: aspetti teorici ed istituzionali*, Banca d'Italia, Roma, 1994, pag. 411.

⁷⁹ Cfr. sul punto N. Lattanzi, *Sulle condizioni di economicità degli scambi infragruppo*, in *Revisione Contabile* n.25.

vengono stabiliti in funzione del presunto *valore di realizzo a valle*, è chiaro che eventuali inefficienze nei processi produttivi e distributivi residui, (della specifica unità) potrebbero essere ribaltate sulle imprese alle origini della filiera: l'impresa – quella che materialmente realizza l'offerta sul mercato per l'aggregato- sarà comunque costretta a praticare prezzi “esterni” competitivi, se vuole assicurare il realizzo della produzione, ma che non risulteranno sufficienti ad assicurare un generale-congruo margine rispetto ai costi sostenuti nelle diverse unità coinvolte nella produzione. Alcune delle imprese a monte, quindi, subiranno pressioni sull'efficienza per preservare la propria redditività poiché devono scontare nei prezzi interni l'inefficienza del resto del complesso.

Ciò non avviene, invece, nella fissazione dei prezzi “interni” di scambio si tiene conto del «presunto *valore di realizzo netto*, computato quale differenza tra il prezzo conseguibile nello (stesso) scambio (se però rivolto allo) esterno (del) gruppo ed i costi necessari al completamento delle fasi di processo sino all'alienazione finale⁸⁰».

Tra l'altro, questo modo di procedere permette di risolvere una serie di problemi, che altrimenti si porterebbero, nel giudizio di economicità dei gruppi verticalizzati, in merito all'effettività dei risultati riportati nei bilanci delle singole imprese (anche ai fini della loro distribuibilità in quanto utili giudicabili realizzati o meno), laddove a valle non si sia giunti ad alcun realizzo.

Più in generale, nella fissazione di detti prezzi si fa riferimento ad un costo del bene scambiato (che può essere quello effettivo, standard o stimato con tecniche quali l'activity based in modo da ripartirvi razionalmente anche i costi di attività che vengono svolti centralmente dall'holding a valere dell'intero gruppo).

Nel gruppo possono svilupparsi complementarietà di diverso tipo, che vanno oltre la possibilità che si debba addivenire allo scambio di beni intermedi fra le consociate.

Difatti, il sistema dei prezzi, deciso all'interno del gruppo, può essere anche il veicolo per ripartire sulle consociate gli elevati costi sostenuti dall'holding per le funzioni di coordinamento del sistema o quello degli investimenti effettuati per lo svolgimento di altre funzioni a valere per l'intero gruppo come quelle relative alle ricerche e sviluppo o di marketing svolte da un istituto interno al gruppo appositamente creato.

Sicuramente, gli effetti della direzione unitaria dei prezzi assumono diverso significato se il controllo della capogruppo sia pressoché totalitario e, quindi, non vi siano interessi lesi fra i soci purché, comunque, non vengano lesi gli altri stakeholders, primi fra tutti i finanziatori, quando i prezzi internamente stabiliti siano tali da comportare crisi economico-finanziarie

⁸⁰ Cfr. A.Lai, *Le situazioni di equilibrio economico-finanziario di gruppo*, op.cit., pag. 112 e segg..

non risolte dal coordinamento del soggetto economico e sfocianti nell'insolvenza della controllata.

Quindi, in generale, la fissazione dei prezzi interni terrà conto dell'esigenza di assicurare risultati reddituali che possono soddisfare le attese dei molteplici soggetti in capo a ciascuna unità provocando loro reazioni favorevoli. Gli stessi prezzi possono, inoltre, costituire il veicolo attraverso cui il soggetto economico indirizza la gestione verso il miglioramento dell'efficienza⁸¹.

Si deve evidenziare, a rigor di logica, che seppur più libero pur in presenza di una partecipazione totalitaria, il soggetto economico è anche più coinvolto nei risultati di tale impresa⁸². Per lo stesso motivo, il sospetto di politiche, come quella dei prezzi interni, di tipo spregiudicato è invero più alto negli ambiti della catena di controllo dove l'interessenza dell'holding è minore.

Il meccanismo dei prezzi di trasferimento è molto utilizzato dai gruppi internazionali per spostare il momento di formazione del risultato residuale in capo a società con sede nei paesi dove la normativa fiscale è più favorevole.

Anche la realizzazione di una disciplina a tutela dei soci di minoranza sull'uso dei prezzi di trasferimento, che ne fa il gruppo di comando risulta particolarmente ardua. E' infatti oltremodo difficile distinguere quando un prezzo applicato ad una transazione interna sia coerente con il mercato o sia valore di comodo finalizzato a distrarre ricchezza da una società a favore di un'altra, che "frodi" il fisco e che danneggi in qualche modo le minoranze.

Gli ordinamenti fiscali al livello internazionale sono concordi nel proporre, di fronte a rapporti di scambio intervenuti tra imprese collegate da particolari vincoli economici (azionari e contrattuali), un accertamento del corrispettivo che faccia riferimento ad un c.d. "prezzo normale". Prezzo normale che, ad esempio, viene identificato nell'art. 9 del DPR n. 579 del 29 Settembre 1973, come «il prezzo o corrispettivo mediamente praticato per beni e servizi della stessa specie o similari, in condizioni di libera concorrenza ed al medesimo stadio di commercializzazione, nel tempo e nel luogo in cui i corrispettivi ed i proventi si considerano conseguiti e gli oneri e le spese si considerano sostenuti ai fini della determinazione del reddito... Per la determinazione del valore normale si fa riferimento, per

⁸¹ Infatti i prezzi fissati centralmente rappresentano, in questo caso, i parametri rispetto ai quali si misura la capacità del management delle controllate di conseguire incrementi produttività nel proprio contesto economico, per un approfondimento sui fattori che incidono sulla fissazione dei prezzi si veda L.Azzini, *I gruppi aziendali*, pagg.181-194, Giuffrè, Milano 1975.

⁸² L'ordinamento giuridico crea una remora in più per il soggetto economico ad evitare tale estrema situazione, data la responsabilità illimitata di cui si fa carico in virtù della partecipazione totalitaria.

quanto possibile, ai listini o alle tariffe dell'impresa che ha fornito i beni e i servizi e, in mancanza, alle mercuriali ed ai listini delle Camere di commercio, alle tariffe professionali ed ai listini di borsa, tenendo conto degli sconti d'uso»⁸³. Va da sé la complessità di determinazione di un valore normale di riferimento, laddove le condizioni di scarsa competitività di un determinato settore non permettano al valutatore di usufruire di sufficienti informazioni e termini di paragone.

Si deve, infatti, considerare come a volte le società del gruppo possono realizzare prodotti così specifici rispetto alle esigenze delle controllate rifornite che difficilmente trovano un puntuale termine di paragone nel mercato esterno.

Inoltre ed in generale, il disallineamento rispetto al mercato di detti prezzi e transazioni non per forza è lesivo degli interessi di minoranza e vantaggioso solo per la maggioranza: infatti, negli stessi prezzi di trasferimento interno di materie prime o di ogni altro tipo di inputs possono scontarsi, per esempio, contributi (così posti a carico delle consociate) per le attività di R&S, svolte a vantaggio dell'intero complesso da una società di ricerca a ciò costituita.

2.5 Uno strumento per modificare la ripartizione del risultato residuale: la leva azionaria

Una porzione importante delle società quotate italiane appartengono a gruppi piramidali, e ciò non è quindi un caso ma risponde alla precisa volontà di avvantaggiarsi dei meccanismi legati al funzionamento della *leva azionaria*. In questo capitolo si esaminano gli effetti di detta leva solo per quanto concerne l'equilibrio economico, rimandando alla lettura del capitolo successivo per quanto riguarda, invece, gli effetti importanti sull'equilibrio finanziario.

Un gruppo aziendale composto da un sistema di società controllate a cascata, infatti, fornisce gli strumenti atti a modificare la variabilità dei risultati reddituali delle varie imprese che ne fanno parte e a questo scopo può farsi riferimento all'esempio che segue⁸⁴. Nell'esempio si fanno una serie di ipotesi:

- il gruppo si compone di quattro società di cui solo una è operativa (quella posizionata all'ultimo livello della catena di controllo), la quale controlla attività reali per un valore di € 2.000.000, mentre le altre sono società finanziarie. Si controllano a vicenda con partecipazioni pari al 50% del capitale sociale;

⁸³Cfr. E.Fossati, *Direzione e controllo nei gruppi aziendali*, pag. 123, Giuffrè, Milano, 1990.

⁸⁴ Cfr. sul punto Cfr. A. Zattoni, *Economia e governo dei gruppi aziendali*, op.cit., pag. 130 e segg., da cui è tratta anche la tabella esemplificatrice.

Nella tabella è riportata la remunerazione attribuita in via contrattuale al capitale di credito e quella in via residuale propria del capitale di rischio nelle diverse ipotesi di rendimento del capitale investito nella società operativa. Il rendimento delle azioni di ogni controllante risente non solo del pagamento dei propri interessi passivi ma anche, pro-quota, del risultato positivo o negativo della controllata.

Si può notare poi il c.d. “effetto leverage multiplo” sulla redditività del capitale netto della società del gruppo. L’esempio mostra come l’effetto leva funzioni amplificando le variazioni sia positive che negative del ROI della società operativa presso le controllanti, in modo da generare una crescente redditività attesa del capitale netto man mano che ci si avvicina alle società posizionate al vertice della catena di controllo (nel caso in cui il ROI è superiore al costo dell’indebitamento medio). Tuttavia, a tale maggiore redditività attesa fa riscontro (così giustificandosi) una maggiore aleatorietà del ROE (rispetto alle variazioni del ROI della società operativa): come si può vedere il ROE della capogruppo può assumere valori compresi tra -70% e +170% a fronte di movimenti molto meno netti della redditività del capitale investito nella società operativa.

Ciò si traduce nel fatto che le eventuali politiche attuate dal soggetto economico volte a spostare a monte la formazione dell’utile (dove cioè egli ha la maggiore quota d’interessanza) si devono confrontare (e adeguatamente bilanciare) col fatto che l’effetto leverage multiplo fa sì che l’azionista che maggiormente risente dell’inferiorità del ROI rispetto al costo dell’indebitamento, presso la controllata ultima, è proprio l’azionista di controllo (che possiede una partecipazione solo nella capogruppo per cui risente al massimo dell’effetto leverage multiplo): infatti, gli azionisti di minoranza delle rispettive controllate risentono di una variabilità inferiore.

Quest’ultima considerazione ripresa dall’Autore, da cui è tratto l’esempio, è evidentemente di rilievo nel caso ivi considerato, dove il gruppo è costituito da un’unica società operativa mentre le altre, si è ipotizzato, sono società che hanno come unica attività la partecipazione di controllo al capitale della impresa loro successiva nella catena. Se, invece si trattasse di società anch’esse dotate di una propria attività operativa e con relazioni di interdipendenza funzionale con le unità a valle, è lecito attendersi che il reddito della capogruppo sarà, per una parte inferiore, determinato dalla misura dei dividendi distribuiti dalle controllate più a valle e, per una parte di gran lunga maggiore, ad esempio, “beneficerà” di politiche di prezzo imposte dal soggetto economico alle unità aziendali interrelate, dove egli ha la minore interessanza (e, quindi dei cui più bassi utili d’esercizio risentirà di meno)

sostanzialmente: l'azionista di controllo riceve una remunerazione che consegue integralmente dagli esiti della gestione della società capogruppo che, a sua volta, risente di quello dell'ultima società della catena solo per il 12.5% (nell'esempio considerato $0.50 \times 0.50 \times 0.50$).

Tuttavia, il soggetto di governo, come si è avuto modo di dire più volte, nell'imprimere il suo indirizzo con i diversi strumenti a disposizione, avrà sempre l'esigenza di assicurare performance, per le singole unità, che soddisfino le attese dei molteplici soggetti che vi fanno capo e la cui permanenza è "utile" per la capogruppo: la sua leadership si deve mantenere nei limiti entro cui questi altri stakeholders sono disposti ad accettarla a fronte di altri vantaggi reali o presunti che ne ricevono.

Inoltre, le considerazioni fatte fin qui non costituiscono comunque l'alibi perché si giustifichi una non significatività *a priori* dei risultati parziali, piuttosto, invece, la considerazione di tutti i meccanismi che influiscono sulla gestione delle controllate impone uno sforzo di interpretazione maggiore di detti risultati, in tema di economicità, per attribuirgli maggiore significato.

2.6 L'equilibrio economico di gruppo: il rilievo delle asimmetrie interne al fine della sua comprensione. Relazione fra l'equilibrio economico percepito su base consolidata, a livello di complesso, e quello osservato nelle unità aziendali che lo compongono.

L'equilibrio economico di gruppo può non accompagnarsi, per vari ordini di motivi, a quello delle singole unità aziendali che ne fanno parte. E' proprio dalle considerazioni che ne derivano, che, di fronte ad un gruppo di imprese, ci si pone la questione se debba essere ricercato un "equilibrio di sistema" o, invece, un "sistema di equilibri".

L'espressione del giudizio economico di gruppo comporta di fatto, la soluzione del problema del *significato* da attribuire alle eventuali *asimmetrie* nei risultati della gestione che si dovessero registrare all'interno dell'aggregato: in altre parole, si tratta di assegnare un peso alla combinazione di equilibri parziali da cui ha avuto origine quello globale, soprattutto nella misura in cui essi comportino diversi livelli di remunerazione del capitale di rischio attratto nel gruppo.

La domanda alla quale si vuole dare risposta è *se ed in quali condizioni all'analisi, fatta a livello complessivo di gruppo, dell'equilibrio economico, sia lecito non accostare quella delle singole unità, o di alcune soltanto di esse.*

Di fatto, anche se costituitesi in un gruppo – come si è avuto e si avrà modo di dire – si tratta pur sempre di imprese, la cui gestione è impegnata ad operare secondo le varie

configurazioni del criterio dell'*economicità* e, quindi, anche a conseguire le attese remunerazioni dei soci che vi hanno apportato il capitale.

In ogni caso si deve considerare che al gruppo, possono partecipare imprese che seguono processi di sviluppo propri, diversi in termini di tempistiche, dettate dalle caratteristiche del mercato in cui si opera; di conseguenza, lo sviluppo dei differenti business, tentati dal soggetto economico, può non essere compatibile con il raggiungimento dell'equilibrio economico da parte di tutte le unità coinvolte. Le asimmetrie, secondo le determinanti profonde, si possono configurare come temporanee o strutturali, programmate o del tutto accidentali. Sotto quest'ultimo profilo, emerge nuovamente il connotato soggettivo dell'equilibrio economico: infatti, dietro il persistere pur in condizioni di perdita, in una successione più o meno lunga di esercizi, di alcune unità aziendali si evidenzia in alcuni casi la "regia" dello stesso soggetto di governo.

In una prospettiva di lungo periodo, si qualificherebbe detta situazione "economicità super-aziendale": anche la ripetuta incapacità dell'azienda a raggiungere in se stessa l'autosufficienza economica potrebbe essere *funzionale* alla realizzazione del progetto di gruppo: ovvero, il suo protratto sussistere in perdita (o lo stesso, con esiti non congrui dal punto di vista *oggettivo*) trova «economica giustificazione, oltre che i necessari fattori di sussistenza, nei più vasti sistemi in seno ai quali la sua convenienza economica viene appunto giudicata⁸⁵».

Qui, si evidenzia un chiaro caso in cui è giustificato spostare o meglio coniugare l'analisi dell'equilibrio economico delle singole imprese ad un livello più alto; livello, che non è automaticamente quello del gruppo nel suo insieme, dato il fatto che esso può avere sviluppi orizzontali, oltre che verticali. Si vuole intendere che nella catena di controllo, al di sotto dell'holding, possono esservi delle "sotto-capogruppo" che, in genere fanno da capo-settore e che, anche in godimento di un certo decentramento decisionale, coordinano ciascuna le attività di più imprese in relazione ad un proprio progetto (si tratta, per lo più di articolazioni del gruppo coincidenti con la divisione in settori di attività del business guidati dalle singole società). In virtù della strumentalità e dell'attività delle risorse (primo fra tutti, il *Know-how* e le tecnologie) rispetto al detto progetto, il gruppo, o il sotto-gruppo, ha convenienza a mantenere in vita l'impresa, seppur priva di autosufficienza economica, in considerazione delle perdite, che altrimenti deriverebbero per il resto dell'aggregato, abbandonandola.

⁸⁵ Si fa riferimento alla condizione di economicità super-aziendale contenuta in P. Onida, *Economia d'azienda*, pag. 64, op. cit..

Il limitarsi, in questi casi, ad analizzare i bilanci della singola unità in perdita potrebbe risultare poco significativo per poter esprimere un giudizio sull'equilibrio economico. Si assiste, infatti, ad aziende, che conseguono, per i servizi prestati alle altre unità del gruppo, ricavi insufficienti a coprire i costi: ciò, a sua volta, potrebbe corrispondere ad una strategia che precisamente cerchi di spostare, più a valle delle articolazioni del gruppo, il momento di formazione degli utili.

Naturalmente, l'analisi del solo bilancio d'esercizio della controllata potrebbe essere poco significativo anche relativamente alle imprese facenti parte del gruppo che conseguono profitti. Anche per tali imprese in utile l'economicità può dipendere dall'appartenenza al gruppo.

Le asimmetrie fra gli equilibri economici nel gruppo possono, quindi, essere il risultato della veicolazione della formazione dei risultati residuali. Si è detto che il soggetto economico di gruppo, in cui le combinazioni economiche sono divise su più società ciascuna partecipata in varia misura da azionisti di minoranza, ha i mezzi per dirigere potenzialmente il risultato residuale in corso di formazione nelle varie unità giuridiche che compongono il suo gruppo. Sono diverse le ragioni di questa veicolazione, ragioni che spesso sono indicate fra le principali determinanti la scelta di dar luogo ad un gruppo di imprese.

L'obiettivo di politiche volte a spostare il momento di formazione degli utili è, ad esempio, quello di rendere più competitive le unità che direttamente si confrontano sul mercato esterno, aumentando gli spazi di manovra per le rispettive politiche di prezzo. Qui, potrebbe risultare di più efficace informazione usufruire di consolidati parziali, coniugati pur sempre con i singoli bilanci; il riferimento a consolidati parziali, prima ancora che a quello complessivo di gruppo, è auspicabile nella misura in cui, per effetto delle compensazioni, alcune informazioni – utili a comprendere gli equilibri di gruppo – non appaiono a livello di consolidato complessivo: come ad es. il diverso indebitamento delle aziende coinvolte.

Questo perché di fatti, altra ragione, di tale dirottamento⁸⁶ del momento di formazione degli utili, può essere ricercata in materia fiscale. In Italia, il sistema tributario tipicamente premia l'indebitamento a discapito del capitale proprio: infatti, ai fini della tassazione del reddito d'impresa, la determinazione dell'imponibile avviene con la piena deducibilità degli interessi passivi e non anche quella dei dividendi. L'imposta che ne deriva è *distorsiva*: il *cuneo fiscale*⁸⁷, che essa crea, rende più costoso, di quello che altrimenti sarebbe, il ricorso

⁸⁶ “Dirottamento” che, ad esempio, è realizzato attraverso il meccanismo dei prezzi per gli scambi infragruppo, come detto sopra.

⁸⁷ «Il cuneo fiscale sul capitale introdotto da un'imposta sui profitti misura la distorsione nella decisione di impiegare un'unità addizionale di capitale in presenza di tale imposta. L'esistenza di questa distorsione

al capitale proprio, per cui ciò potrebbe contribuire a far sì che il *leverage* finanziario si situi mediamente nelle imprese ad un livello più sbilanciato, a favore dell'indebitamento. L'effetto distorsivo del cuneo fiscale, oltre a portare in alto il livello d'indebitamento nella singola unità, comporta una certa convenienza, all'interno di un gruppo o sotto-gruppo, a "dirottare" la formazione degli utili (s'intende anche fatta salva un'accettabile remunerazione per i soci di minoranza, se presenti) nelle imprese caratterizzate dal maggior ricorso al capitale di credito (imprese più indebitate delle altre, forse grazie al loro più facile accesso al credito).

Quando, però, si va ad analizzare l'equilibrio economico finanziario delle singole unità aziendali del gruppo (e le connesse asimmetrie), gli esiti evidenziati sono da coniugare col livello della leva finanziaria: ad un occhio critico, infatti, non potrà sfuggire il diverso significato delle eventuali perdite rispetto al ricorso fatto alla leva finanziaria (e quindi l'importanza degli oneri finanziari da coprire con la gestione caratteristica, anche per quanto riguarda le possibilità future di ripristino delle condizioni di equilibrio economico).

Le asimmetrie possono quindi essere dovute alla volontà del soggetto economico: si devono, infatti, ricordare i casi, visti a proposito del tema del conflitto d'interessi, in cui le asimmetrie siano rispondenti esclusivamente alla volontà del soggetto economico di distrarre ricchezza dalle unità nelle quali la sua interessenza è più limitata per favorire quelle in cui ha diritto ad una quota maggiore dell'utile distribuito.

In un altro caso, però, l'azienda in questione potrebbe essere un istituto di ricerca di prestigio, che con la sua attività arreca utilità alle altre unità dell'aggregato, seppur non conseguendo direttamente ricavi, per i servizi resi, che ne sostengano pienamente i costi della gestione, ad esempio perché detti servizi sono messi a disposizione di un numero limitato di clienti (interni al gruppo) per appropriarsi in via esclusiva dei vantaggi delle conoscenze che se ne traggono. Queste stesse unità che se ne avvantaggiano, poi, genereranno i flussi di ricchezza necessari a coprire, ogni anno, le perdite d'esercizio risultanti dal bilancio di un'azienda non autosufficiente.

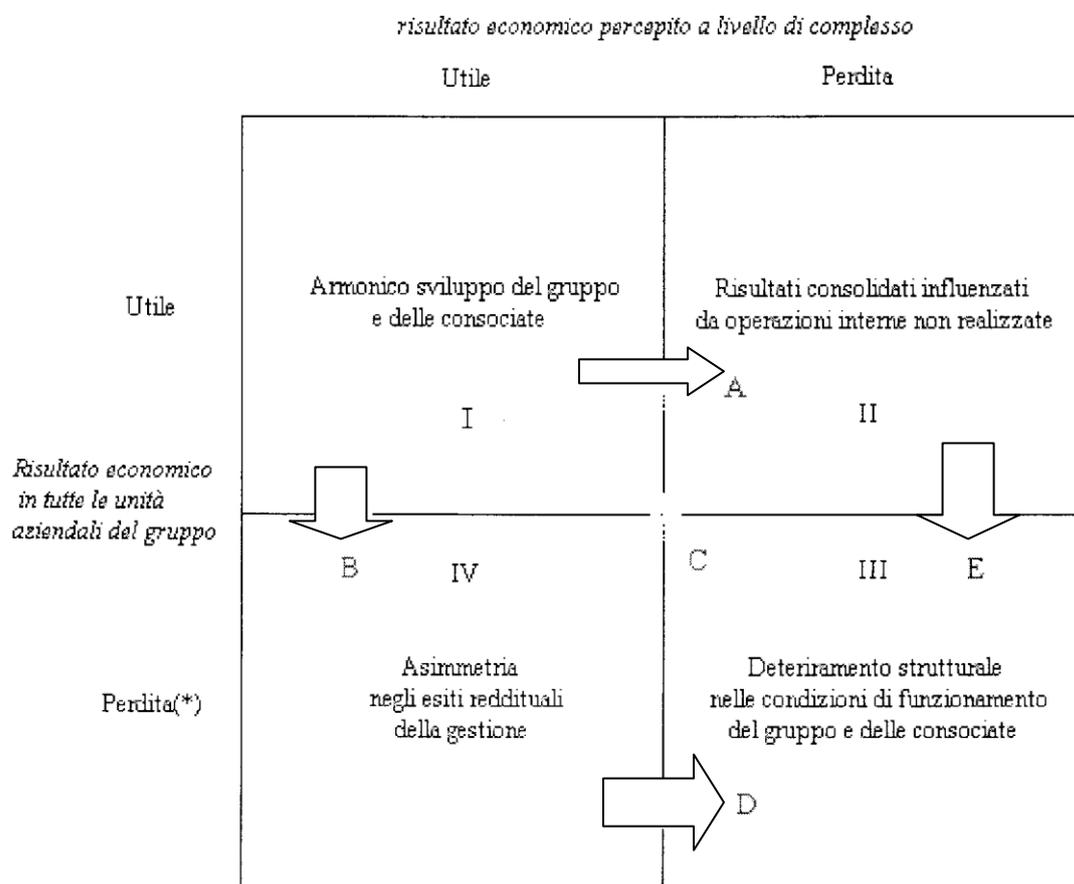
Infine, la dipendenza economica della singola unità potrebbe avere anche carattere *temporaneo*: è il caso di piccole imprese attratte nel gruppo, perché dotate delle risorse tecnologiche necessarie, per cogliere, come leader, un'opportunità di business che si sia creata in un'area di interesse del soggetto economico del gruppo. Nei primi esercizi è fisiologico che, secondo anche il progredire del ciclo di vita del prodotto, l'impresa non

dipende dalle modalità di questo finanziamento scelte dall'impresa». Per un approfondimento cfr. P.Bosi, M.C. Guerra, *I tributi nell'economia italiana*, pag 121 e segg., Il Mulino, Bologna, IV ed.-2003.

consegua fin da subito l'equilibrio economico, per cui si viene ad evidenziare uno o più esercizi chiusi in perdita.

In conclusione, non è possibile abbandonare del tutto l'analisi dell'equilibrio economico parziale a favore di uno solo più "comprensivo" (ossia, riferito a più unità coordinate del gruppo), dato il rischio di perdere informazioni utili nelle compensazioni dei valori.

Lai⁸⁸ compie un'analisi della combinazione dell'equilibrio economico fra le singole unità e quello percepito a livello complesso al fine di verificare quando si manifesti l'*equilibrio economico di gruppo*, identificando quattro possibili configurazioni nonché i possibili «percorsi» di deterioramento degli stessi



(*) Ci si riferisce al fatto che l'equilibrio economico non è raggiunto in tutte le unità. Si tratta quindi non solo di situazioni di disequilibrio generalizzato per tutte le unità del complesso ma anche di situazioni in cui coesistono unità aziendali in equilibrio e unità in disequilibrio.

Lo sviluppo del gruppo si può dire "armonico" quando l'equilibrio economico di gruppo non è conseguito a danno degli equilibri delle singole unità aziendali (cfr. il *primo quadrante*): in queste circostanze ogni unità riesce contemporaneamente a soddisfare le attese dei suoi

⁸⁸ Cfr. A.Lai, *Le situazioni di equilibrio economico-finanziario di gruppo*, op.cit., pag. 145, da cui è tratta la matrice e l'analisi che segue.

stakeholders (grazie, all'utile accertato) e ad assicurare le risorse essenziali per sostenere il progetto comune del soggetto economico (generando insieme alle altre unità funzionalmente coinvolte e/o interrelate la percezione dell'utile a livello consolidato). Se la situazione non è dovuta agli effetti di particolari e momentanee condizioni favorevoli riscontrate, si potrebbe dire che in questo caso economicità di gruppo ed economicità delle singole controllate si rafforzano reciprocamente.

Gli esiti di questo successo reddituale (complessivo e parziale) sono una diffusa credibilità e legittimazione che consentono ad ogni singola unità del gruppo di attrarre il credito, le risorse umane competenti e motivate e gli altri elementi necessari a sostenerne la crescita economica. Si può concludere che le situazioni rappresentabili nel I quadrante contraddistinguono l'equilibrio economico di gruppo. Limitatamente a questo caso, l'espressione di un giudizio di equilibrio di gruppo è compatibile anche con la mancata remunerazione di tutti i soci di minoranza (ossia la presenza di sacche di perdita) perché ad assicurare la permanenza del loro apporto vi è l'economicità del complesso, ovvero l'adeguatezza del flusso reddituale complessivo permette di mettere in essere gli interventi necessari a recuperare (anche continuativamente) le condizioni di durabilità della singola controllata. C'è da dire che in realtà quella del primo quadrante è una situazione difficilmente riscontrabile almeno nel breve periodo (ossia basandosi sui risultati che traspaiono dai bilanci d'esercizio).

Le lettere maiuscole, riportate nelle frecce dei quadranti, rappresentano una possibile tipologia delle direttrici secondo cui progressivamente avviene l'alterazione dell'equilibrio economico di gruppo. Per quanto riguarda il primo quadrante, sono riportati i seguenti percorsi:

Si tratta di un percorso di deterioramento delle condizioni di equilibrio economico di gruppo pur in sussistenza di quello a livello delle singole consociate. Spesso le motivazioni genetiche del gruppo comportano la creazione di una struttura fortemente integrata sia finanziariamente sia sotto il profilo prettamente industriale-operativo, ossia il gruppo vede una struttura in cui sono significativi i sottosistemi organizzati a mo' di filiera, distribuendo il ciclo organizzativo fra numerose unità aziendali. Si tratta, ad esempio, della realizzazione di offerte complesse, che richiedono il concorso di diversi soggetti dotati di competenze specifiche e, quindi, difficilmente gestibili all'interno di un'unica impresa.

Si fa riferimento ad aggregazioni aziendali, in cui i tempi necessari per portare a termine la produzione sono molto lunghi (in parte per le complessità delle attività in sé, in parte a causa

delle ineliminabili difficoltà che comunque si riscontrano nel coordinamento delle stesse): in questo caso, la programmazione integrata (per tutte le unità coinvolte) delle attività realizzative e distributive, nonché della regolamentazione della portata e del valore delle transazioni interne, risulta essere molto complessa alla luce della multidimensionalità dei problemi cui dare soluzione ed in considerazione dell'orizzonte temporale esteso, cui le proiezioni, circa il configurarsi delle variabili d'interesse, dovranno far riferimento. Ne consegue che gli scambi infragruppo, specie quelli degli stadi iniziali della filiera, avvengono a prezzi che non risentono ancora dell'esitazione definitiva che avverrà anche molto tempo dopo la prima progettazione del ciclo produttivo complessivo.

E' quindi necessario procedere a perfezionamenti durante i passaggi intermedi della programmazione fatta in considerazione del perfezionamento informativo cui si assiste man mano che ci si avvicina al momento dell'esitazione esterna. Ciò corrisponde a modificare le portate dei processi e, se possibile, anche il valore di tali quantità in capo alle singole imprese, senza però avere certezze, fino all'ultimo passaggio, sulle condizioni di mercato con cui effettivamente ci si confronterà: diventa difficile in questi casi assumere preventivamente decisioni valide circa i volumi degli scambi intragruppo e, soprattutto circa i relativi prezzi non avendo un saldo riferimento nei prezzi finali.

Si tratta pur sempre di stime che vanno incontro al rischio di variazioni non preventivate dei mercati di sbocco "esterni" dei beni e servizi finali in grado di pregiudicare la realizzazione delle produzioni attuate. L'abilità dei manager starà nella capacità di ritagliarsi ambiti di flessibilità nei vari passaggi intermedi, che evitino l'irreversibilità delle decisioni assunte in via anticipata, in modo da gestire il progressivo aggiornamento dei dati a disposizione, aggiustando, entro le forbici che ci si è creati, le specifiche dei programmi di produzione.

Lo stesso deterioramento dell'equilibrio potrebbe svilupparsi anche nel caso di un gruppo verticalizzato che si sia sviluppato in maniera molto rapida ma non organica, al fine di cogliere opportunità di mercato (spesso apprezzate sulla base di un'ottica di breve periodo). Rispetto al caso precedente, anche qui, le unità del gruppo sono tra loro integrate, seppur la verticalizzazione riguarda, non l'intera catena di consociate, bensì sottogruppi e canali più brevi rispetto al caso precedente. La crescita veloce non ha consentito la progettazione e messa in opera di un efficiente sistema integrato di pianificazione e controllo. Sono così probabili ritardi nel fluire delle informazioni all'interno del gruppo. Eventuali rallentamenti nella ricettività dei mercati di sbocco di alcuni comparti del gruppo potrebbero essere percepiti con ritardo a livello di gruppo (e del suo soggetto economico), non consentendo né

di riadattarvi i volumi di produzione delle unità a monte e dei relativi scambi ai livelli successivi, né di cercare sbocchi “esterni” cui destinare le eccedenze dei livelli intermedi.

Il secondo tipo di percorso, per il deterioramento degli equilibri, interessa il risultato economico delle singole imprese, mentre permane inalterato l’equilibrio su base consolidata.

Le cause del deterioramento degli equilibri locali (rappresentato dalla lettera b) sono rintracciabili, oltre che nella particolare direzione presa dai flussi di ricchezza fra le unità del gruppo, anche nel particolare rapporto di dipendenza delle unità, che possono essersi instaurati, con un ambito del gruppo, che a sua volta imprime a valle o a monte livelli di efficienza inferiori a quelli normali di mercato. Sono unità che, protette all’interno del mercato interno del gruppo eseguono le proprie fasi tecnico-produttive, non adeguando (come la competizione esterna imporrebbe) ad esempio la tecnologia a loro disposizione.

Tale “protezione” del gruppo non è però indissolubile: le innovazioni tecnologiche, i miglioramenti nell’efficienza conseguiti all’esterno tendono, infatti, a rendere i concorrenti delle altre imprese del gruppo più competitivi e ciò non può essere ignorato dal soggetto economico, nel momento in cui determina (attraverso il suo indirizzo) i prezzi delle transazioni interne (provenienti dalla controllata in questione); altrimenti, determinandoli sulla base degli effettivi costi sostenuti dall’unità realizzatrice, i prezzi di trasferimento interno farebbero da veicolo di propagazione dei costi dell’inefficienza al resto delle imprese, compromettendone la stessa permanenza sul mercato.

L’intervento teso a salvaguardare l’efficienza del gruppo, decisiva in termini di competitività, fa sì che tali unità inefficienti finiscano per concorrere all’attività del gruppo in *perdita* finché non intervengano sulle condizioni tecniche di svolgimento dei propri processi; a supportare tali interventi, potrà aversi la partecipazione e/o la direzione dell’holding e delle sue risorse, in termini soprattutto di competenze manageriali, specie se nelle unità in dissesto siano risorse o soggetti, che è di vitale importanza trattenere nel gruppo.

Il processo b) potrebbe altresì essere il risultato della *debolezza del progetto unitario di dominanza della capogruppo*, che è appunto segnalata, dapprima dal peggioramento delle condizioni economiche delle unità più fragili (perché con meno dotazioni e capacità di dominanza competitiva sul proprio mercato) e in un secondo tempo, più o meno lontano, dall’estensione anche ad altre unità delle difficoltà, se non si ricorresse con la giusta tempestività ad un ripensamento del gruppo.

Non intervenendo, si rischia di dar seguito alla costituzione di un sistema di asimmetrie interne e l’estensione delle perdite creerebbe una pressione sulle altre unità del gruppo, che

vedrebbero così sottrarsi progressivamente le risorse a disposizione, perché destinate alla copertura delle perdite, minando a lungo andare la preservazione dell'equilibrio del gruppo (percorso *d*, nella matrice)⁸⁹.

In alcuni casi, l'alterazione degli esiti parziali può essere talmente repentina, da estendersi con la stessa velocità al resto del gruppo, quindi, a differenza del caso descritto a proposito del percorso *a*), è pregiudicato fin da subito l'equilibrio di gruppo (percorso *c* della matrice), senza passare per la fase intermedia del secondo quadrante (via percorso *e*). La velocità di estensione del dissesto può essere dovuta dall'eccessivo uso della leva finanziaria nel gruppo (e quindi, dall'operare consistente dell'effetto leverage multiplo): in caso di riduzione anche momentanea dei ROI, infatti, le imprese del gruppo in cui si registrano per prime, le perdite, sono proprio quelle più indebitate (che non riescono a far fronte agli oneri connessi e che possono divenire insolventi anche verso i finanziatori interni al gruppo). Ciò mette in luce il meccanismo di propagazione alle altre unità dello squilibrio: infatti, l'integrazione della gestione finanziaria, fra le unità aziendali, è comunque forte in ogni gruppo.

Un'altra fattispecie tipica è quella di gruppi ad estensione orizzontale e con scarsa connessione operativa tra le varie attività, in cui la perdita localizzata di equilibrio si porta a livelli tali da compensare totalmente le situazioni di permanenza di economicità presenti nel gruppo, generando un risultato negativo a livello consolidato (anche questo fenomeno comporta il passaggio dal percorso di tipo *b* ad uno di tipo *c*).

Caso diametralmente opposto al primo quadrante, è quello contraddistinto da diffuse situazioni di disequilibrio all'interno del gruppo (quindi, non si esclude la possibilità di imprese in utile), cui fa riscontro anche lo squilibrio economico percepito su base consolidata (presentato nel *terzo quadrante*). In questo caso non vi è dubbio che il giudizio coerente sia quello di *disequilibrio economico di gruppo*, data l'impossibilità di soddisfare gli interessi dei soci, che si pongono in via residuale in capo a ciascuna delle realtà societarie operanti nel gruppo.

Non essendo localizzate le situazioni di perdita, è lecito ritenere che le cause abbiano origine anche in fattori strutturali: in altre parole potrebbero operare fenomeni di deterioramento della *vitalità economica* del e nel gruppo. A fronte delle perdite, in tal caso, per il

⁸⁹ Fa notare l'Autore come «...la gravità del percorso *b*) varia inoltre a seconda che l'esito finale del medesimo sia risultato in situazioni in cui i risultati consolidati di maggioranza e di minoranza siano comunque positivi, ovvero siano l'uno positivo e l'altro negativo, secondo le differenti tipologie di asimmetrie presentate...».

risanamento del gruppo non è sufficiente da parte del soggetto economico dirottare i risultati locali migliori positivi a sostegno delle unità con le migliori prospettive.

Prima ancora di questo, è piuttosto necessario provvedere ad un ripensamento del gruppo sia riguardo alla sua struttura sia con riferimento ai piani del soggetto di comando. Potrebbe doversi procedere ai processi di spin-off per le unità (o alcune divisioni delle stesse) che non corrispondono più al nuovo progetto di gruppo, indirizzando le risorse “liberate” alle unità residue: riguardo alle quali, le strategie di ristrutturazione possono prevedere anche delle fusioni interne al gruppo al fine di razionalizzarne la gestione e renderla più intellegibile dall'esterno. Gli sforzi, quindi, si concentrano sulle imprese con il portafoglio di attività più interessante, su cui puntare per il rilancio economico del gruppo e su quelle comunque dotate di risorse *internalizzate* imprescindibili per il progetto complessivo.

Il *secondo quadrante* mostra una situazione apparentemente assurda, ma in realtà possibile e dovuta principalmente al fatto che ogni rappresentazione consuntiva locale è in grado di dar conto solo di spezzoni della gestione complessiva (in particolare, quando essa si caratterizza per numerose transazioni interne di beni e servizi), per cui alcune operazioni che la caratterizzano non vi appaiono perché ancora non realizzate al tempo della consuntivazione. Invece, per la rappresentazione dell'utile di gruppo è condizione essenziale che le operazioni abbiano avuto il loro realizzo esterno all'area di consolidamento. Per questo motivo, l'equilibrio conseguito anche presso gran parte delle unità del gruppo non è condizione sufficiente per assistere all'equilibrio economico del complesso. I rischi di questa situazione sono notevoli (specie quelli di insolvenza) quando non solo si siano accertati a livello locale degli utili non ancora realizzati esternamente al gruppo, ma se ne sia dato luogo alla distribuzione.

Questa distribuzione di esiti reddituali è probabilmente sintomatica di una situazione in cui il soggetto economico ha progettato una concentrazione a valle delle attività produttive ed in cui gran parte del fatturato(e nell'aspetto economico derivato, i ricavi) delle controllate operative deriva dagli scambi infragruppo (e per le società finanziarie di partecipazione dipende dall'accertamento, e soprattutto, dalla distribuzione di dividendi dalle controllate operative), mentre l'attività col mercato esterno (ovvero l'offerta) si concentra solo in alcune delle unità del complesso.

La ragione, per cui concretamente si evidenziano, nei conti economici delle singole imprese, utili anche a fronte di una perdita a livello consolidato, va ricercata nell'assenza di un riferimento al Consolidato per la redazione dei singoli Bilanci d'esercizio: ossia, non si procede a verificare l'effettivo realizzo “esterno” delle operazioni intervenute nel

complesso⁹⁰. Per determinare l'utile di gruppo è, invece, essenziale che le operazioni abbiano avuto il loro realizzo esterno. Di fatto, a livello locale, in virtù della riconosciuta autonomia giuridico-patrimoniale, si accerta un utile d'esercizio e, eventualmente, se ne approva la distribuzione presso i soci, seppur a livello consolidato di gruppo tali utili non siano ancora stati conseguiti.

Ciò non significa che il disequilibrio di gruppo sia solamente un'astrazione contabile: esso è infatti effettivo, dal momento che la gestione del gruppo non ha conseguito realizzi sufficienti a coprire i costi dei processi svolti.

Di conseguenza, il rischio che si avviino processi di *distruzione della ricchezza* del gruppo è piuttosto alto: le singole imprese, infatti, distribuendo l'utile – non ancora conseguito a livello consolidato – sono del tutto assimilabili ad un'impresa che, operando su commessa immette nel conto economico i ricavi relativi, sulla base dello stato di avanzamento dei lavori, anticipando così il momento del realizzo rispetto all'anticipazione dell'opera (cioè l'effettiva entrata).

Finchè i beni o servizi oggetto dell'attività produttiva non sono ceduti sul mercato, non si è certi né dei ricavi né dell'utile (dato il diverso configurarsi nel tempo degli stessi costi di produzione) che si manifesterà: c'è la possibilità che il realizzo delle operazioni all'esterno del gruppo non avvenga secondo i valori preventivati.

Assumendo cioè una visione del gruppo che ne accentui il carattere dell'unitarietà, le sue singole unità starebbero di fatto anticipando la distribuzione di utili rispetto al momento del loro accertamento consolidato. Rispetto all'*entity theory*, dove i soci di minoranza delle controllate sono in sostanza assimilati agli omonimi dell'holding, non risulterebbe coerente il prelievo di utili da parte del primo tipo delle minoranze, non ancora realizzati a livello

⁹⁰ Cfr. A.Lai, *Le situazioni di equilibrio economico-finanziario di gruppo*, op.cit., pag.148. L'Autore individua un altro caso compatibile con il quadrante II, quello in cui il risultato consolidato (qui, la perdita) derivi dalla "replicazione" a monte del risultato economico (appunto anch'esso negativo) accertato in una o più unità a valle della catena di controllo e in assenza di un sistema distributivo dell'utile; se, in particolare, le imprese di detta catena facessero uso della logica *equità* per valutare le rispettive partecipazioni, si istituirebbe una correlazione tra i risultati economici che via via a monte della catena di controllo verrebbero a manifestarsi nelle imprese medesime, fino a "replicarsi" a livello consolidato. Le unità a monte della catena di controllo trasferiscono così l'incapacità di generare ricchezza loro propria a tutti i livelli sovrastanti. Il meccanismo si può fondare tecnicamente sull'approvazione dei rendiconti annuali secondo una gradualità, che appositamente anticipi l'approvazione dei bilanci delle società a valle della catena di controllo. Attraverso lo stesso meccanismo, ma operante in senso contrario, «è possibile ritardare per un esercizio la confluenza di tali risultati nei bilanci a monte; ciò può verificarsi se, in un esercizio, venga considerato eccedentario il risultato economico attribuibile alla capogruppo o ad un'impresa collocata ad un livello intermedio della catena di controllo» ("eccedentario" rispetto, ad esempio, a considerazioni di carattere fiscale circa l'imponibile e rispetto a considerazioni che coinvolgono gli obiettivi di riallocazione della ricchezza ai vari livelli del gruppo).

complessivo⁹¹:le minoranze delle controllate si avvantaggerebbero a discapito della maggioranza.

Sotto il profilo soggettivo dell'equilibrio economico, invece, la distonia in esame tra l'equilibrio economico delle consociate e il medesimo di gruppo può derivare dalla necessità di acconsentire alle *pressioni* provenienti dalle minoranze per un'attesa di remunerazione immediata, il che si traduce nella distribuzione degli utili accertati presso le singole unità, seppur questo contrasti i progetti di sviluppo del sistema, voluti dal soggetto economico; in questi casi, viene infatti rallentato ogni processo di crescita interna del capitale di gruppo: il fenomeno, evidentemente, sarà tanto maggiore quanto maggiore è la partecipazione delle minoranze al capitale del gruppo.

Tale obiezione sussiste in una concezione, dove, al contrario dell'entity theory, si riconosce, oltre il ruolo di *tutte* le minoranze, anche l'identità istituzionale delle controllate (oltre a quella di gruppo)⁹², quale la *teoria modificata della capogruppo*. In tal caso, gli utili prelevati dalle minoranze nelle controllate⁹³, che riducono il capitale netto del complesso, in attesa del realizzo definitivo delle produzioni di gruppo, dovrebbero essere coerentemente reintegrati dalla maggioranza in modo sufficiente a mantenere il capitale complessivo al suo livello iniziale. L'afferibilità alla maggioranza (quindi, al soggetto economico) del compito di reintegrare la parte di capitale netto decurtata, è connessa al fatto che è lo stesso soggetto economico, che ha coinvolto nelle iniziative del gruppo i portatori di capitale di minoranza, che attendono una remunerazione dalle unità cui direttamente si rapportano⁹⁴.

Il *IV quadrante* vede, infine, il raggiungimento dell'equilibrio economico in ambito consolidato, mentre all'interno del gruppo si evidenziano unità aziendali con risultati alternativamente di equilibrio o disequilibrio. Da un lato, più un gruppo è diversificato nelle anime che lo compongono più è pressoché naturale attendersi anche risultati contrastanti al suo interno: in altre parole, ogni impresa avrà una redditività (e, quindi, la possibilità che si

⁹¹ Secondo tale teoria, il gruppo è infatti, un'unica entità economica, la cui attività è effettivamente coordinata da una società capogruppo (o, nei gruppi orizzontali, attraverso intese). Tale teoria riflette, dal punto di vista contabile, la teoria aziendalistica del gruppo economico. Il bilancio consolidato rappresenta secondo tale teoria il bilancio del gruppo considerato come unica impresa e pertanto rappresenta i risultati integrali del gruppo prescindendo dalla divisione, tra soci di maggioranza e soci di minoranza, del capitale e dei risultati d'esercizio.

⁹² Purchè, ovviamente, i prezzi che hanno regolato i trasferimenti interni al gruppo siano stati coniugati con il costo di produzione dalle unità cedenti e col valore corrente di mercato dei beni trasferiti.

⁹³ Si tralascia, qui, di menzionare la quota spettante alla maggioranza, che comunque c'è e secondo l'interessanza.

⁹⁴ Sul punto Cfr. A.Lai, *Le situazioni di equilibrio economico finanziario di gruppo*, op. cit.. L'Autore inoltre afferma che «...si tratta di un reintegro temporaneo, quando un successivo esito del ciclo tecnico economico determina un realizzo definitivo delle produzioni di gruppo, per valori superiori quelli ai quali sono stati trasferiti alle unità a valle. E', invece, un reintegro definitivo, quando l'esito dei processi produttivi concentra a valle della catena il mancato realizzo (definitivo) o il non conveniente realizzo dei processi posti in essere...».

avvicendino periodici esiti positivi o negativi) tarata dalle caratteristiche del o dei business che guida, in particolare sotto il profilo della rischiosità (ossia, la volatilità della domanda, il livello di competizione, il cambiamento tecnologico, le caratteristiche del ciclo di vita dei propri prodotti/servizi). Poi, essendo la stessa impresa costituita in un gruppo, i suoi risultati, che alla fine dell'esercizio si evidenziano, rispecchieranno l'effetto combinato dell'opera di coordinamento e direzione del soggetto di comando. Nel progetto di gruppo si può, infatti, prevedere che alcuni processi o transazioni interne o esterne vengano gestiti centralmente dalla capogruppo, per cui alcune unità possono dover operare a vantaggio delle altre, inducendo conseguentemente risultati disomogenei all'interno del gruppo.

In una situazione come quella presentata dal IV quadrante, rispetto al I e al III, diventa più difficile far discendere automaticamente un giudizio, di equilibrio o disequilibrio economico di gruppo, dall'utile consolidato rilevato, in ragione della presenza di soggetti (di minoranza) afferenti al gruppo, le cui istanze (innanzitutto di remunerazione) non vengono soddisfatte e ciò, specie se si assume, come punto di vista, quello della teoria della modificata della capogruppo.

L'analisi deve riuscire ad individuare la distribuzione dei disequilibri ai vari livelli del gruppo: l'espressione di un giudizio richiede di dare reinterpretazione alle asimmetrie. A questo scopo si scompone il risultato consolidato, riaggregando i valori di capitale e reddito intorno a sottogruppi o sottosistemi significativi, che siano omogenei per categorie merceologiche, comunanza dei processi svolti, tipologia dei soggetti coinvolti, etc.

L'obiettivo è verificare la misura in cui il disequilibrio locale (che interessa in primo luogo le locali minoranze azionarie) venga progressivamente recuperato in un equilibrio consolidato di livello superiore (in modo che sia verificata la possibilità del complesso di remunerare tali soggetti)⁹⁵ e, in particolare, accertare se «il risultato economico consolidato di *pertinenza delle minoranze* è complessivamente positivo, pur in presenza di unità singole in perdita: (in altre parole) se o meno gli utili spettanti alle minoranze superino le perdite in capo alle stesse⁹⁶».

Anche nelle situazioni prospettate dal IV quadrante, come si è detto a proposito delle eventuali sacche di perdita prospettate nel primo quadrante, nonostante vi siano alcuni soci non adeguatamente remunerati (perché non partecipanti ad altri ambiti del gruppo in utile), l'adeguatezza del flusso reddituale globale fornisce al soggetto economico i mezzi sufficienti a “presidiare” le eventuali risorse critiche – internalizzate nelle unità aziendali

⁹⁵ Si vuole intendere che detti soci vengono comunque remunerati nell'ambito dei redditi distribuiti da altre unità del complesso cui partecipano.

⁹⁶ Cfr. A.Lai, *Le situazioni di equilibrio economico-finanziario di gruppo*, op. cit..

temporaneamente o prospetticamente in perdita – attraverso l’uso dei “canali” della riallocazione della ricchezza all’interno del gruppo (come un’opportuna revisione dei meccanismi di prezzo): in questo caso l’*economicità del complesso* provvede a sopperire all’incapacità della singola impresa ad assicurare la congrua remunerazione dei suoi soci.

Se, invece, l’equilibrio economico consolidato si componga del solo utile conseguito dalle maggioranze ma lasci del tutto insoddisfatte le minoranze, ci sono tutte le condizioni per cui le controllate siano a rischio circa la loro sopravvivenza. I soci, che partecipano al capitale, in erosione, delle controllate, possono essere soggetti del tutto *terzi* rispetto al gruppo, ai suoi progetti di lungo termine e soprattutto rispetto al suo utile consolidato. Il rischio è con il protrarsi di risultati negativi ed in assenza delle circostanze necessarie a garantire la continua surrogabilità dell’apporto dei soci di minoranza, possano via via sparire i vari “pezzi” del “puzzle” di gruppo. Il giudizio circa la durabilità del gruppo stesso è quindi compromesso.

La situazione presentata nel IV quadrante della matrice di cui sopra potrebbe comporsi anche in altro modo: l’equilibrio economico consolidato potrebbe anche risultare dalla combinazione di una perdita per il soggetto di governo con l’utile riscontrato a livello consolidato di pertinenza delle minoranze⁹⁷, tuttavia in una misura tale che il risultato netto complessivo sia positivo. Perciò l’utile del gruppo si concentra nelle “parti” in cui è più limitata l’interessanza del gruppo e viceversa per le perdite. I piani stessi del soggetto economico potrebbero aver contribuito a tali esiti: ad es., il management dell’holding può essere impegnato nella realizzazione di politiche di ricostituzione delle *condizioni di economicità* ed è possibile che le stesse prevedano l’attrazione di determinati soggetti, non di comando, nell’orbita del gruppo (e in particolare a favore delle controllate) e che, a questo scopo, si privilegi la congrua remunerazione di tali minoranze rispetto a quella dei soci di maggioranza, in vista del ripristino della stessa in un’ottica di più lungo periodo⁹⁸.

Si può anche aggiungere l’osservazione per cui, stante l’autonomia giuridica di ogni sua unità, il gruppo è l’unico caso in cui si possa parlare lecitamente di remunerazioni differenziate per i soci di maggioranza e per i vari livelli dei soci di minoranza; la conseguenza è una maggiore elasticità della manovra del soggetto di governo proprio ad esempio nelle fasi di rilancio di alcuni business.

⁹⁷ Non si esclude ancora una volta che alcune controllate siano in perdita, ma gli utili spettanti alle minoranze, a livello consolidato di gruppo, superano le perdite in capo alle stesse.

⁹⁸ In questo caso, «il *disequilibrio economico in senso oggettivo* legato alla perdita economica di pertinenza del soggetto di governo, ...è compatibile anche (con) un eventuale giudizio di equilibrio economico soggettivo espresso dalla maggioranza, quando tale crescita sia funzionale all’attrazione permanente di soggetti-chiave per lo sviluppo delle produzioni, in vista del conseguente ripristino delle condizioni di equilibrio» come si legge in A.Lai, *Le situazioni di equilibrio economico finanziario di gruppo*, op. cit..

CAPITOLO TERZO

L'equilibrio finanziario nei gruppi di imprese

3.1 Concetti generali

L'aspetto finanziario della gestione riguarda la provvista di capitale, a qualunque titolo (nelle diverse forme di capitale proprio e di credito), le sue variazioni durevoli o di breve periodo, nonché il fruttuoso impiego delle momentanee eccedenze delle disponibilità di cassa, oltre la misura richiesta dalla dinamica monetaria dell'esercizio⁹⁹.

L'analisi dell'equilibrio finanziario si caratterizza per avere tre profili: il primo è quello *quantitativo*, che analizza, secondo le prospettive future¹⁰⁰, il bilanciamento tra le fonti e gli impieghi richiesti dai processi in essere; il secondo è il profilo *temporale*, che si focalizza sull'allineamento tra l'allocatione temporale dei realizzi, prodotti dagli investimenti, e la tempistica dei pagamenti, in termini sia di interessi che di rimborso di capitale, relativi alle fonti. E' proprio tale profilo temporale la *dimensione genetica* dell'aspetto finanziario della gestione. L'asincronia tra i flussi finanziari in uscita e quelli in entrata è pressoché fisiologica, dal momento che i flussi in entrata prodotti dagli impieghi hanno, in genere, un andamento fluttuante nel tempo e spesso in modo non interamente conoscibile a priori.

Vi è infine un ulteriore profilo dell'equilibrio finanziario, quello del *rischio*, che è proprio connesso alla diversa variabilità che caratterizza le fonti e gli impieghi: in particolare, la criticità che emerge è relativa all'*elasticità* consentita dal tipo di fonti che compongono la struttura finanziaria dell'impresa rispetto alle caratteristiche di volatilità del suo business e quindi la possibilità concessa dalle stesse di essere remunerate e/o rimborsate in misura variabile, con ritardo o in misura non completa secondo i variabili esiti reddituali e monetari. Il *modello industriale* di produzione è caratterizzato dalla specializzazione per fasi omogenee di lavorazione (da svolgersi secondo determinate sequenze), dall'impiego di macchine e manodopera specializzate nelle singole operazioni, dal perseguimento di una standardizzazione differenziata nei limiti di quanto consenta l'automazione. Le conseguenze di questo *modus operandi* sulla gestione (in tutti i suoi aspetti) sono chiare. Questo modello produttivo ha come input critico, il *capitale*, da anticipare alle diverse fasi realizzative. Esso,

⁹⁹ Per tale definizione della gestione finanziaria cfr. P.Onida, *Economia d'azienda*, op.cit., pag.252.

¹⁰⁰ Sotto il profilo quantitativo, infatti, la ricerca dell'equilibrio finanziario riguarda inevitabilmente una prospettiva futura di analisi. Infatti si legge che «la situazione finanziaria d'azienda, pur determinata in un dato momento, è sempre riferita ad un periodo di tempo futuro poiché la gestione si svolge nel tempo. Non è mai riferita ad un determinato istante. Anche quando sembri che ciò sia, quando ad esempio è dedotta da una struttura patrimoniale, di fatto è riferita al periodo di tempo nel quale si svolgerà la gestione di cui gli elementi considerati della struttura patrimoniale sono espressione». Cfr. L.Azzini, *Le situazioni finanziarie investigate nella dinamica economica dell'azienda*, Giuffrè Milano, 1962, pag. 36.

infatti, comporta sì l'aumento della produttività, ma anche l'allungamento dei *tempi del ciclo di produzione*: non ci si riferisce al tempo di lavorazione, che semmai tende a ridursi, ma al ciclo complessivo che comprende anche la produzione dei numerosi fattori intermedi utilizzati nella produzione (macchine, materiali, semilavorati, etc. ottenuti da processi precedenti). Presso ciascuna impresa, il fenomeno in esame si traduce, appunto, in un aumento del capitale (cioè, proprio l'aumento dell'uso di beni intermedi prodotti in tempi antecedenti da altre unità aziendali), ovvero, rispetto ai precedenti modelli di produzione, si assiste ad un aumento dell'incidenza, tra i fattori, dei mezzi accumulati nel tempo rispetto al lavoro corrente e alle risorse naturali (liberamente disponibili) impiegate.

Ogni impresa per dotarsi della capacità produttiva sostiene degli investimenti, cioè *immobilizza* il capitale raccolto, nelle risorse acquistate, per tutto il tempo necessario al compimento del suo ciclo finanziario, dato dalla distanza tra il momento "x", in cui si sostiene l'uscita monetaria, ed il momento "x+t" dell'entrata, in cui il capitale torna liquido.

Il fabbisogno finanziario della gestione industriale Ricollegandosi a quanto detto, occorre notare come il problema di copertura finanziaria, che il manager finanziario deve fronteggiare, però, riguarda il fabbisogno complessivo, cioè tutta la pianificata successione di acquisti di risorse, ognuna caratterizzata da un diverso ciclo finanziario.

Il *fabbisogno finanziario* (cumulato) di un'impresa è «il costo totale delle attività necessarie per gestire efficientemente un'impresa (quindi, si tratta di capitale investito in impianti, macchinari, scorte, crediti commerciali ed altre attività che si accumulano gradualmente nel corso del tempo)¹⁰¹».

Il fabbisogno finanziario della maggior parte delle imprese ha un andamento irregolare che può essere rappresentato da una linea ondeggiante, che tenga conto della stagionalità dei business dell'impresa, del tipo di crescita nel tempo del volume d'affari e dell'avvicinarsi degli investimenti (o relativi rinnovi) pluriennali. Esso in parte è soddisfatto con i mezzi di pagamento provenienti dai ricavi d'esercizio, mentre per il resto può essere coperto sia dai finanziamenti a breve che a lungo termine (con capitale proprio o di credito) e, in particolare, quando i secondi non coprono interamente il fabbisogno finanziario, l'azienda è costretta a colmare la differenza con la raccolta di capitale a breve. Viceversa, se dovesse emergere un surplus di cassa, esso potrà essere impiegato in investimenti a breve.

In generale, il fabbisogno di capitale complessivo per l'azienda di produzione è dato dalle seguenti due macro-componenti:

¹⁰¹ Cfr. Richard A. Braley, Stewart C. Mayers, Sandro Sandri, *Principi di finanza aziendale*, op.cit..

- la somma degli investimenti in attesa di realizzo che nel periodo considerato l'azienda ha in essere;
- la liquidità disponibile presso la cassa e/o le banche, che, nello stesso periodo, giova all'impresa mantenere;

Per quanto riguarda la parte a), il fabbisogno generato, nel periodo considerato, dipende dalla capacità produttiva installata stabilmente nell'azienda, dal volume d'affari e dalla velocità di circolazione del capitale stesso (vale a dire, il tempo intercorrente tra gli investimenti ed i loro realizzi diretti o indiretti). I tipici investimenti, cui l'azienda di produzione ricorre, sono le immobilizzazioni tecniche e altri costi pluriennali ammortizzabili e le perdite d'esercizio ammortizzabili.

A queste voci si aggiungono quelle del fabbisogno generato dal c.d. "capitale circolante" tra cui le *scorte di materie prime, materiali o altri beni di consumo*. Sono capitali che si smobilitano nel breve periodo, una frazione d'anno, ma, in una visione complessiva dei cicli produttivi, detti cespiti danno, invece, luogo ad un investimento durevole di capitale, in quanto soprattutto le scorte ed i crediti tendono a rimanere in una certa frazione sugli stessi livelli, generando un fabbisogno finanziario durevole. Ci si riferisce alle scorte *funzionali* cioè a quel livello di beni che consentano l'alimentazione della produzione (per le materie prime o i materiali d'uso) e delle vendite (per quanto riguarda le merci e i prodotti destinati alla vendita) e che siano efficienti, in termini di costo e di tempo, rispetto sia ai ritmi e ai volumi produttivi, sia al tempo occorrente a sostituire i beni utilizzati¹⁰². Di fatto, un ruolo relevantissimo nella "copertura" finanziaria dell'acquisto dei fattori produttivi è giocato dai *debiti commerciali*. Si calcola, infatti, rappresentino mediamente circa il 35% delle fonti di finanziamento a breve termine. Si tratta però delle forme di finanziamento più costose, giacchè fanno parte di accordi, che riconoscono consistenti sconti di cassa a chi rinuncia alla dilazione di pagamento.

Altre forme di scorta che generano fabbisogno finanziario sono quelle di *merci o prodotti destinati alla vendita*, vale ciò detto finora: per esse si persegue generalmente un livello funzionale, calcolato tenendo conto sia del tempo occorrente per completare il ciclo produttivo, sia della domanda nel proprio mercato.

Le *produzioni in corso* richiamano un analogo discorso rispetto a quello fatto per le scorte. Si tratta di costi a fronte dei quali non si correlano, nello stesso esercizio di sostenimento, i

¹⁰² «Per le aziende, le scorte rappresentano un investimento, il loro costo non solo comprende i costi di stoccaggio e il rischio di furto o obsolescenza, ma anche il costo opportunità del capitale, cioè il tasso di rendimento offerto da altre opportunità d'investimento con analogo grado di rischio». Cfr. Richard A. Braley, Stewart C. Mayers, Sandro Sandri, *Principi di finanza aziendale*, op.cit..

ricavi. La loro ampiezza varia in funzione della durata delle lavorazioni: se la produzione in questione è in serie ed il ciclo di produzione è breve, il fabbisogno di capitale è pari al costo rinviato. Se, invece, si parla di lavorazioni a ciclo pluriennale (come la realizzazione in appalto di grandi opere), il fabbisogno di capitale annuo generato è pari al valore dei costi rinviiati, ridotti degli anticipi fatti dal committente, rispetto allo stato d'avanzamento dei lavori (sotto forma di debito vs. committenti).

Infine, i crediti possono derivare o da ricavi d'esercizio liquidati ma non ancora realizzati (i crediti commerciali) o da finanziamenti attivi (prestiti) diretti. I crediti commerciali rientrano nelle politiche di vendita dell'azienda e spesso la dilazione, nel pagamento, concessa al cliente risponde più alla prassi commerciale del luogo in cui si chiude la transazione, piuttosto che a considerazioni, ad esempio, circa la solvibilità della controparte. Hanno un ruolo importantissimo nella regolazione delle transazioni commerciali visto che un'indagine, condotta sulle società italiane, nel 2002 ha riscontrato che i crediti commerciali rappresentano mediamente oltre il 40% dell'attivo corrente¹⁰³. L'ampiezza di questo investimento è funzione dell'effettiva dilazione del tempo di incasso del ricavo e dell'entità del fatturato così regolato¹⁰⁴.

In generale, per il fabbisogno generato dal capitale circolante, emerge una parte che ha carattere *durevole* (la cui copertura rientra fin nella pianificazione finanziaria di lungo termine) ed un'altra che ha carattere del tutto *temporaneo*, cui si provvede con minor anticipo. Allo stesso modo, il fabbisogno complessivo, pur mostrando un andamento altalenante secondo la combinazione degli andamenti dei "fabbisogni parziali" visti, presenta in ogni caso una fascia costante ed una variabile (secondo una variabilità ricorrente od occasionale o tendenziale).

Infatti, il fabbisogno finanziario esterno, ai fini della pianificazione finanziaria, può essere espresso dalla seguente relazione:

Fabb.Fin. (esterno) = flusso di cassa futuro – investimenti in capitale circolante – investimenti in capitale fisso - dividendi¹⁰⁵.

¹⁰³ Fonte Mediobanca, *Dati cumulativi di 1780 società italiane*, 2002.

¹⁰⁴ Le aziende tengono sotto controllo il periodo medio di pagamento dei clienti al fine di utilizzare tale dato come base per calcolare quale percentuale delle vendite, del periodo in esame, venga convertita in contante e quale invece rimarrà sotto forma di credito. Questo tipo di informazioni sono essenziali al fine della programmazione della giacenza di cassa.

¹⁰⁵ Dove i flussi di cassa per ogni anno sono determinati come somma di ammortamento e reddito netto e costituiscono i fondi disponibili senza ricorso a fonti di finanziamento esterne; si tratta poi di sottrarre gli investimenti addizionali in attivo circolante e fisso (previsti per i cinque anni successivi a sostegno dei piani di crescita dell'azienda), si sottraggono altresì anche i dividendi (che insieme ai predetti investimenti costituiscono il totale degli impieghi addizionali); dalla sottrazione dei due termini si ottiene appunto il denaro che deve essere raccolto all'esterno. Infine, si redige uno stato patrimoniale preventivo per i cinque anni

Il finanziamento delle aziende di produzione. Tale impresa ha a disposizione per la copertura del fabbisogno finanziario due vie principali: l'autofinanziamento e la raccolta di capitali dall'esterno.

L'autofinanziamento consiste nella generazione autonoma di fondi o mezzi finanziari da parte della gestione industriale e si è detto che le principali fonti dello stesso sono l'utile netto d'esercizio (al netto dei dividendi pagati agli azionisti), l'ammortamento (al netto degli investimenti di rinnovo, come si è già detto), la gestione di fondi spese (infatti, con essa si effettuano accantonamenti che sono a disposizione dell'impresa fino a quando e nella misura in cui, a fronte di essi, vi sia alcuna uscita).

L'autofinanziamento, a motivo delle sue caratteristiche, si è detto fornisce all'impresa mezzi importanti per il sostegno della sua crescita. Esso è pressoché non costoso: l'unico costo individuabile sarebbe il *costo opportunità* (qui dato dal profitto cui si rinuncia non investendo gli stessi fondi in attività più redditizie), cui però vanno sottratti gli oneri del credito da terzi. Inoltre, tali "mezzi interni" hanno un ciclo finanziario molto lungo dal momento che quelli riguardanti i fondi d'ammortamento ed i fondi spese sono rispettivamente legati al tempo di rinnovo delle immobilizzazioni e al manifestarsi delle spese future, mentre, per i profitti accantonati, non sussiste un chiaro limite temporale (salvo casi eccezionali)¹⁰⁶.

La parte rimanente non coperta dell'attivo è il fabbisogno che va finanziato, secondo la veste giuridica con cui l'impresa opera, con operazioni di raccolta finanziaria sul mercato dei capitali. L'impresa può provvedere all'aumento di capitale proprio o può ricorrere alle varie forme di capitale di credito. Il vantaggio del primo sul secondo è la – nettamente – superiore durata delle disponibilità dei mezzi finanziari forniti. Per di più, come si è detto, nel corso del conferimento devono essere corrisposti ai soci dividendi in misura eventuale e variabile, o quantomeno, non obbligata.

Tra i fattori determinanti la conveniente struttura finanziaria vi è ovviamente la loro diversa onerosità (e il collegato rischio economico-finanziario), l'elasticità e, infine, il mantenimento del controllo sull'azienda da parte del soggetto economico.

successivi, in cui si considerano i nuovi impieghi e le nuove fonti nonché l'effetto combinato con gli elementi patrimoniali pregressi. Cfr. R.A.Braley, S. C.Myers, S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, op.cit..

¹⁰⁶ «Si usa dire così che in dati esercizi l'espansione degli investimenti è stata in tutto o in parte "autofinanziata" in quanto a quell'espansione non ha fatto riscontro un aumento del capitale proprio per nuovi conferimenti o per utili netti d'esercizio né un accrescimento dei debiti, ma un aumento dei fondi di ammortamento o dei fondi rischi per eventuali perdite future». Cfr. P.Onida, *Economia d'azienda*, op.cit., pag. 430.

Si deve innanzitutto ribadire che l'equilibrio aziendale è unico e la sua scomposizione in equilibrio economico e finanziario è dovuto alla necessità di distinguere, a fine di studio, due aspetti, strettamente interdipendenti, di uno stesso fenomeno. Le manifestazioni economiche della gestione sono infatti inseparabili da quelle monetarie e finanziarie. Da un lato, i costi e i ricavi sono misurati dalle misurazioni numerarie passive ed attive e, quindi, il loro rispettivo conseguimento o sostenimento determina l'evidenziarsi di variabili fabbisogni finanziari. Dall'altro lato, la qualità e la quantità dei finanziamenti (di capitale di rischio o di credito), cui l'azienda è in grado di accedere, pongono condizioni importanti (se non veri e propri limiti) ai programmi economici di gestione.

Nonostante questo legame, occorre far notare come l'autosufficienza economica di cui sopra, (che altro non è che equilibrio tra i costi ed i ricavi) non implichi necessariamente l'autosufficienza finanziaria, ciò specie nel breve periodo (nel lungo periodo, invece, i due equilibri tendono a convergere a risultati coerenti). Difficile risulta osservare imprese in grado di finanziare, in ogni momento, tutte le uscite per costi attraverso le sole entrate per ricavi. Il mutevole avvicinarsi dei flussi in entrata ed in uscita è tale che, l'anticipato sostenimento dei costi per l'acquisto dei fattori produttivi determina un variabile fabbisogno di capitale; ogni impresa, quindi, in misura diversa, incorrerà in eccessi dei flussi di uscite monetarie per costi, sui flussi delle entrate monetarie per ricavi e avrà bisogno di finanziamenti da parte di altre economie, oltre i "mezzi propri".

Nel lungo periodo, come si è detto, le politiche finanziarie saranno volte a garantire un certo grado di copertura dei fabbisogni finanziari collegati agli investimenti richiesti dalla strategia aziendale e comprenderà la valutazione delle alternative di finanziamento più favorevoli rispetto al profitto, ai rischi e al controllo dell'impresa¹⁰⁷.

Certamente c'è un doppio legame tra equilibrio finanziario ed economico. In assenza di un equilibrio economico, almeno prospettico, l'impresa vedrebbe peggiorare nettamente la situazione finanziaria¹⁰⁸: difficilmente l'impresa riuscirebbe a portare a buon fine la richiesta di nuovi apporti di capitale se rivolta ai soci privi di una congrua remunerazione, almeno prospettica, dei loro conferimenti; altrettanto difficile, se non a costi crescenti sarebbe il

¹⁰⁷ Ci si riferisce al fatto che queste decisioni possono essere orientate anche dalla volontà del soggetto economico dell'impresa a rimanere tale: cioè, al di là della convenienza economica o meno, può mostrarsi restio alla possibilità di raccogliere nuovo capitale di proprietà laddove non disponga dei mezzi necessari a sottoscrivere l'aumento di capitale nelle proporzioni bastevoli a mantenere la maggioranza.

¹⁰⁸ «L'equilibrio economico può dirsi raggiunto qualora i ricavi siano tendenzialmente superiori ai costi in modo da consentire la ritenzione all'interno dell'impresa di una parte delle risorse ivi prodotte e contemporaneamente favorire un più agevole ricorso al capitale di credito, a motivo delle garanzie che l'impresa sarà in grado di offrire, sia in termini di remunerazione periodica, sia in termini di restituzione dello stesso capitale. Ciò con evidenti riflessi positivi sull'equilibrio finanziario della gestione» (cfr. F.Lambertini, *Efficienza, economicità e sviluppo dell'impresa*, op.cit., pag.17).

ricorso al capitale di credito in situazioni di duraturo squilibrio economico. Per una società di capitali emittente titoli quotati, ad esempio, una difficile situazione economica segnalata dai Bilanci metterebbe in allarme le agenzie di rating ed i grandi investitori istituzionali circa la solvibilità della stessa rispetto le obbligazioni emesse: il conseguente, più basso, rating assegnato chiuderebbe, per tale società, i canali di molte fonti di finanziamento e, nei casi peggiori, ne segnerebbe la fine.

Allo stesso tempo, la stessa struttura finanziaria contribuisce all'efficienza economica dell'impresa giacché è in grado di influenzare la redditività dell'impresa e con essa la possibilità futura di equilibrio economico. Può verificarsi, ad esempio, che l'azienda consegua l'equilibrio economico grazie alle politiche di pagamento praticate ai suoi clienti. Tuttavia, se il successo economico si basa su di un'eccessiva dilazione concessa ai clienti (anche maggiore di quella stessa concessa all'impresa dai propri fornitori), almeno nel breve periodo, potrebbero manifestarsi difficoltà finanziarie. Nel lungo periodo, il protrarsi della buona situazione economica e, soprattutto, l'incasso dei crediti dovrebbero assumere forza trainante rispetto anche al raggiungimento dell'equilibrio finanziario.

Inoltre, il capitale è, di fatto, esso stesso un fattore della produzione e, a prescindere dalla forma del vincolo che lo lega all'impresa, ha bisogno di essere adeguatamente remunerato¹⁰⁹. Ciò significa che il capitale comporterà dei costi nel conto economico, che per il capitale di credito sono rappresentati dagli *interessi*. Dovranno, quindi, ponderarsi con attenzione da parte del management dell'impresa le opportunità d'investimento del capitale raccolto perché in futuro siano in grado di generare entrate bastevoli a coprire tutte le uscite: ove questa correlazione d'ordine monetario mancasse, l'azienda sarebbe costretta a ricorrere a nuovi apporti di capitale proprio, oppure a nuovi finanziamenti i quali, con i relativi interessi passivi, influenzerebbero negativamente l'aspetto economico della gestione e quindi l'equilibrio reddituale.

Ciò tanto più per il fatto che, a differenza dei soci conferenti capitale di rischio, i finanziatori esterni – che conferiscono capitale di credito – non assumono direttamente il rischio d'impresa ma solo indirettamente: cioè il loro rischio è dato dalla possibilità di perdere parzialmente o totalmente i capitali dati in prestito in caso di fallimento dell'impresa. I conferenti di capitale di credito sono, perciò, remunerati in misura indipendente dal risultato d'impresa, sia esso positivo o negativo (salvo casi eccezionali di elasticità). Detto corrispettivo è, appunto, denominato *interesse* ed è direttamente proporzionale al finanziamento effettuato, al tempo ed al tasso concordato.

¹⁰⁹ Cfr. P.Onida, *Economia d'azienda*, op.cit..

Dal punto di vista dell'onere, quindi, rileva il fenomeno della leva finanziaria, in particolare nel decidere il livello d'indebitamento delle imprese. La diversa natura della remunerazione dei due tipi di fonti finanziarie viene presa in considerazione nel decidere fra le due: in termini molto semplici, la raccolta di capitale di credito potrà, ad esempio, mostrarsi preferibile in periodi in cui i tassi correnti di mercato siano meno elevati del tasso di rendimento dell'impresa; quando questa situazione si capovolga, diviene invece più favorevole, la raccolta di capitale di proprietà.

D'altra parte, il ricorso eccessivo all'indebitamento si traduce in un irrigidimento del conto economico dovuto alla presenza di ammontari per interessi passivi via via più ingenti: un'impresa in questa condizione potrebbe riscontrare grossi problemi in caso di congiunture negative dei mercati di operatività; ovvero risulterebbe inelastica rispetto al mercato, non riuscendo a contrarre i costi in misura sufficiente a riequilibrarli con i ricavi. Diverrebbe così diseconomica. L'*elasticità*, in molti dei mercati attuali (in cui le aziende presentano redditi d'esercizio mutevoli), è evidentemente una dimensione molto influente sull'economicità aziendale.

Inoltre, sempre l'eccessivo ricorso all'indebitamento, come si è detto, incide sulla reputazione o immagine dell'impresa sul mercato dei capitali, espresso per le società con titoli quotati dal rating assegnato dalle apposite agenzie. In altre parole incide su quella che viene chiamata "capacità di credito": si tratta della possibilità dell'impresa di reperire convenientemente e nella misura desiderata i mezzi finanziari occorrenti che si contrae con il crescere del rapporto fra capitale di credito e capitale proprio perché esso segnala l'aumento dei rischi del finanziatore.

Il problema si è palesato negli ultimi anni: la recessione di molte economie importanti ha fatto seguito al periodo d'ingenti investimenti effettuati in diversi settori; investimenti finanziati in larga parte da indebitamento soprattutto per poter sfruttare l'effetto positivo della leva finanziaria sulla redditività del capitale netto.

Sempre in tema di reperibilità del credito, un altro fattore determinante la conveniente struttura finanziaria è l'*elasticità* del tipo di finanziamento rispetto ai caratteri di durata e variabilità dei fabbisogni finanziari con cui deve coniugarsi. Si dice che l'impresa è equilibrata finanziariamente se copre il fabbisogno di capitale durevole con i finanziamenti a medio-lungo termine (essenzialmente, il capitale proprio e le forme di capitale di credito meno elastiche), mentre con finanziamenti a breve (più elastici) quello temporaneo e più variabile¹¹⁰. Di certo, gli investimenti del circolante si mostrano qualitativamente e

¹¹⁰ Cfr. P. Onida, *Economia d'azienda*, op.cit., pag 438.

quantitativamente flessibili ed in quanto tali auspicano fonti di finanziamento contemporaneamente siano continue e flessibili (quali potrebbero essere il credito ordinario di banca ed il credito a breve termine concesso dai fornitori).

In generale, poi, il capitale di credito è relativamente più elastico del capitale proprio: vi sono, infatti una serie di adempimenti giuridico-formali che impediscono l'immediata disponibilità dell'aumento di capitale deliberato¹¹¹. Ciò vale soprattutto per il capitale di credito attratto nell'azienda con vincolo di breve termine se può essere rinnovato facilmente alla scadenza. In Italia si assiste ad imprese il cui indebitamento è costituito in gran parte da prestiti bancari, formalmente a breve scadenza ma sistematicamente rinnovati alle scadenze che quindi assicurano disponibilità finanziarie più a lungo periodo di quanto formalmente il rapporto preveda¹¹². Tuttavia resta condizione fondamentale di durabilità la possibilità per l'azienda di rinnovare il credito o di sostituirlo man mano che si ammortizza o rimborsa.

Altro aspetto da considerare nelle scelte di finanziamento è quello costituito dai *benefici fiscali*. In base al modello di Modigliani e Miller (nella versione del 1963), all'aumentare dell'aliquota d'imposta societaria vi sarebbe una maggiore convenienza all'indebitamento.

In Italia, il sistema tributario tipicamente premia l'indebitamento a discapito del capitale proprio: infatti, ai fini della tassazione del reddito d'impresa, la determinazione dell'imponibile avviene con la piena deducibilità degli interessi passivi e non anche con quella dei dividendi. L'imposta che ne deriva è *distorsiva*: il *cuneo fiscale*¹¹³, che essa crea, rende più costoso, di quello che altrimenti sarebbe, il ricorso al capitale proprio, per cui ci si attende che il *leverage* finanziario si situi mediamente nelle imprese ad un livello più sbilanciato, a favore dell'indebitamento.

L'evidenza empirica ha mostrato un andamento dell'indebitamento nel tempo contrastante con le attese del modello di Modigliani e Miller: «è diminuito in periodi di elevata redditività e, come nella metà degli anni ottanta (anche se il vantaggio fiscale del debito era teoricamente più elevato e nonostante la possibilità di sfruttare un effetto positivo della leva finanziaria), ed è aumentato negli anni di bassa redditività, come nei primi anni novanta (quando il vantaggio fiscale del debito era teoricamente più ridotto al pari di quello relativo alla leva finanziaria)¹¹⁴».

¹¹¹ Cfr. P. Onida, *Economia d'azienda*, op.cit., pag. 446.

¹¹² Cfr. R.A. Braley, S.C. Mayers, S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, op.cit..

¹¹³ «Il cuneo fiscale sul capitale introdotto da un'imposta sui profitti misura la distorsione nella decisione di impiegare un'unità addizionale di capitale in presenza di tale imposta. L'esistenza di questa distorsione dipende dalle modalità di finanziamento scelte dall'impresa». Per un approfondimento cfr. P. Bosi, M.C. Guerra, *I tributi nell'economia italiana*, op.cit., pag. 121 e segg..

¹¹⁴ Cfr. R.A. Braley, S.C. Mayers, S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, op.cit..

Le ricerche empiriche danno, in effetti, evidenza della “teoria dell’ordine della scelta”, secondo la quale le imprese tendono a privilegiare nell’ordine il finanziamento tramite fondi interni, l’emissione di debito e quindi l’emissione di azioni. Infatti, il reinvestimento degli utili si è rivelato essere la fonte principale di finanziamento per le imprese italiane. E’ anche confermata una correlazione negativa dell’indebitamento delle grandi imprese italiane con la loro redditività: la predetta teoria si aspetta proprio livelli di indebitamento più bassi nelle imprese che hanno avuto una redditività passata più elevata, che cioè hanno potuto contare su di una maggiore capacità di autofinanziamento con fondi interni¹¹⁵.

L’espressione di un giudizio di equilibrio o squilibrio finanziario, nonché il discernimento della gravità, degli esiti prevedibili o dei tempi di propagazione delle eventuali rilevazioni rilevate, è un’operazione molto complessa. Si richiede, infatti, l’esame dei tre profili visti dall’equilibrio finanziario, rispetto al futuro andamento del confronto dei flussi finanziari in entrata e in uscita: si entra, di fatto, nel campo delle *decisioni in condizioni d’incertezza*¹¹⁶.

Per l’analista finanziario, invece, la maggior parte dei dati devono essere tratti dalle situazioni patrimoniali e dai rendiconti finanziari, che, però, per costituzione, forniscono solo un’informazione statica, una fotografia riferita ad un istante e per questo risulta più difficile estrapolare un giudizio, cui invece interessa la dinamica finanziaria futura.

L’accertamento della situazione monetaria fa, invece, riferimento al sistema dei soli mezzi liquidi a disposizione dell’impresa nel corso della sua vita e coglie, ad un certo istante, l’evoluzione dei sincronismi degli incassi e dei pagamenti generati, per via degli scambi, dalla gestione, ovvero la dinamica monetaria della gestione. Tale dinamica consegue in stretta connessione con gli esiti della gestione economica e di quella finanziaria (le entrate e le uscite monetarie, nell’azienda, possono aversi non solo in relazione all’esercizio, per i fatti amministrativi ordinari o straordinari, ma anche in relazione a conferimenti, prelevamenti o rimborsi di capitale)¹¹⁷.

Il giudizio di equilibrio monetario è teso a misurare *l’attitudine dell’impresa a correlare nel tempo i flussi in entrata e in uscita, in modo da evitare sia gli eccessi di liquidità* (rispetto

¹¹⁵ In R.A. Braley, S.C. Mayers, S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, op.cit., si richiama l’indagine condotta in L. Bonato, R. Faini, “le scelte di indebitamento delle imprese in Italia”, in V. Conti, R. Hamaui, (a cura di), *Operatori e mercati nel processo di liberalizzazione*, Il Mulino, Bologna, 1990, pagg. 139-182;

¹¹⁶ Cfr. per approfondimenti sulle condizioni dinamiche d’equilibrio (economico e finanziario) in condizioni di incertezza, G. Donaldson, *Strategia di mobilità finanziaria*, pag. 40 e segg., Isedi, Milano, 1977, nonché R.K. Jaedicke, R.T. Sprouse, *Flussi economici e finanziari nell’impresa*, pag. 32 e segg., Isedi, Milano, 1977;

¹¹⁷ Tale connessione con le altre gestioni è sottolineata in G. Ferrero, *Finanza Aziendale*, pag. 49, Giuffrè, Milano, 1981;

all'esigenza di scorte) *sia i deficit della stessa, che non permettano di far fronte delle scadenze agli impegni presi*¹¹⁸.

Il collegamento tra gestione monetaria e gestione finanziaria (in particolare, la provvista di capitale) si evidenzia nell'ambito di quella che è comunemente chiamata *pianificazione finanziaria a breve termine*, relativamente alla gestione di liquidità. Si tratta di decisioni finanziarie di breve periodo¹¹⁹ che, seppur non presentino la complessità tipica di quelle a lungo termine, sono egualmente importanti nel dare durabilità alla gestione. Un'azienda può cogliere le opportunità d'investimento più vantaggiose, individuare un rapporto d'indebitamento ottimo, realizzare la migliore politica dei dividendi e nonostante ciò fallire, poiché nessuno si è preoccupato di rendere disponibile la liquidità necessaria per pagare i debiti nell'anno in corso.

Evidentemente, la programmazione della liquidità consegue dalle decisioni finanziarie a lungo, giacché da esse emergono sia le previsioni circa il *fabbisogno* o il *surplus di cassa* mese per mese, sia le correlate strategie di investimento e di finanziamento a breve termine nonché discende dalla necessità di mantenere un *saldo minimo di cassa* per far fronte alle variazioni impreviste delle entrate e delle uscite.

L'impresa ha comunemente la necessità di programmare saldi di cassa durevolmente in attivo e «la conveniente entità di dette scorte consegue alla presumibile insufficienza dei flussi di entrate monetarie provenienti dalla gestione (escluse le entrate per finanziamenti passivi) ad alimentare *tempestivamente* i flussi di uscite monetarie per pagamenti che l'azienda debba effettuare¹²⁰». Si tratta quindi di un fabbisogno di capitale. L'ampiezza di tale scorta risente anche della possibilità di espandere convenientemente i finanziamenti passivi all'occorrenza, secondo i bisogni della gestione monetaria. Se l'impresa potesse accedere a finanziamenti perfettamente elastici, rispetto alle esigenze, non vi sarebbe nessuna necessità di mantenere dette giacenze di liquidità.

Il direttore finanziario, infatti, deve tener conto anche dell'incertezza insita nelle previsioni circa l'avvicinarsi delle entrate e delle uscite monetarie, per cui vi è l'esigenza di rendere sempre disponibile una certa "giacenza" di liquidità, che sia atta a fronteggiare impreviste

¹¹⁸ Cfr. per la definizione di equilibrio monetario dato, A.Lai, *Le situazioni di equilibrio economico-finanziario*, op. cit.;

¹¹⁹ Le decisioni finanziarie possono essere distinte in decisioni a lungo termine e decisioni a breve termine. Le prime hanno come oggetto le attività e passività durevoli, che vincolano l'azienda per svariati esercizi. Quindi, si distinguono le prime dalle seconde sia per la lunga durata (come ad es. la decisione di emettere obbligazioni ventennali.), sia per la loro *non reversibilità* nel breve periodo: infatti, l'azienda, in linea teorica, può ritirare obbligazioni ventennali dopo due mesi dall'emissione ma ciò sarebbe enormemente costoso. Cfr. R.A.Braley, S.C.Mayers, S.Sandri, *Principi di finanza aziendale*, op.cit..

¹²⁰ Cfr. P.Onida, *Economia d'azienda*, op.cit., pag.410.

tensioni di cassa (dovute magari all'addensarsi delle uscite in particolari momenti cui non corrispondono eguali e sincrone punte nelle entrate) e ad evitare di dover raccogliere dei fondi con breve preavviso in parole semplici si può dire che è molto più costoso effettuare numerosi "ordini", di dimensioni ridotte, di detta risorsa che pianificare a livello complessivo la provvista di capitale). Si dice a proposito che la liquidità è perfettamente assimilabile ad una materia prima necessaria per poter svolgere un'attività.

Il problema principale, relativo alla scelta di quanta liquidità mantenere permanentemente a disposizione della gestione, è che sussiste un trade-off implicito in essa, ossia il contante se da un lato permette di pagare dipendenti, fornitori, finanziatori, etc. dall'altro ha uno svantaggio: non produce interesse ed implicitamente se ne rinuncia ad uno. Se ad esempio, le "scorte" di liquidità, costituite dal denaro presente in cassa, venissero ricostituite tramite la vendita dei titoli facilmente liquidabili (essenzialmente titoli di stato a breve termine), la parte più importante del costo di detenzione di questa scorta sarebbe rappresentata dagli interessi¹²¹ ai quali si rinuncia, cui si aggiungerebbe il costo di negoziazione, che ogni vendita di titoli comporta. Occorre considerare, inoltre, che questo tipo di titoli costituisce al più un investimento a VAN (Valore Attuale Netto) nullo, quindi a fronte di essi, si manifesta comunque, un costo opportunità del capitale dato dal rendimento cui si rinuncia, non potendo investire alternativamente quelle disponibilità finanziarie.

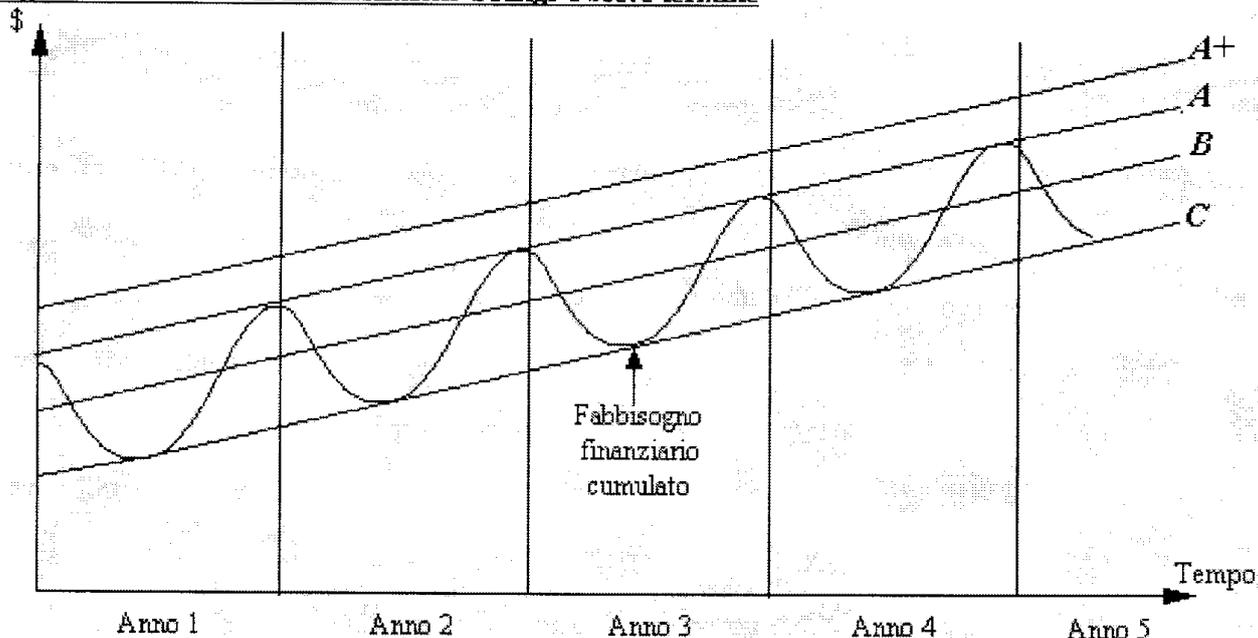
Il caso appena descritto, è quello in cui le strategie di copertura del fabbisogno finanziario generano delle eccedenze di liquidità (vedi, nella figura che segue, le strategie A+, A e B), che quindi sono investite in titoli, per poi essere smobilitati non appena si manifesti l'urgenza di ristabilire il saldo di cassa per far fronte ai pagamenti.

Un'altra possibilità per l'impresa è quella di dover gestire, invece, un disavanzo di cassa per la cui copertura si ricorre all'indebitamento (ad esempio, all'apertura di credito bancaria): il voler mantenere basso il saldo di cassa, infatti, aumenta la probabilità di non riuscire a far fronte ad uscite monetarie impreviste¹²².

¹²¹ Quindi, tale scorta è tanto più sconveniente quanto più è alto detto tasso di interesse sui titoli.

¹²² Per i finanziamenti a breve le imprese italiane fanno comunemente ricorso al prestito bancario e, spesso, proprio a questo scopo, esse preferiscono mantenere sul conto/i corrente/i un saldo anche superiore a quello richiesto dalla banca per tali servizi.

Legame tra decisioni di finanziamento a lungo e breve termine



«Il fabbisogno finanziario cumulato (linea ondulata) è costituito dall'investimento complessivo in impianti, macchinari, scorte ed altre attività necessarie all'impresa. In questo esempio il fabbisogno cresce anno dopo anno, ma con fluttuazioni stagionali nell'ambito di ogni esercizio. Il fabbisogno finanziario a breve termine è pari alla differenza tra il finanziamento a lungo termine (linee A+, A, B, C) ed il fabbisogno finanziario totale: se il finanziamento a lungo termine è rappresentato dalla linea C, l'impresa necessita sempre di finanziamenti a breve, mentre se è rappresentato dalla linea B il fabbisogno sarà stagionale. Le linee A e A+ rappresentano casi nei quali l'impresa non ha mai bisogno di finanziarsi a breve termine, dato che presenta un surplus di cassa da investire». (Tratto da R.A.Brealey, S.C.Myers, S.Sandri, "Principi di finanza aziendale" IV edizione, McGraw-Hill, Milano 2003).

Allo stesso tempo, però, la massa dei mezzi liquidi a disposizione dell'impresa è solo una parte dei complessivi elementi patrimoniali e non è in ogni caso, di per sé, segnaletica anche dello stato della consistenza patrimoniale: pure in presenza di grosse disponibilità liquide, infatti, l'impresa può presentare un disavanzo patrimoniale se ad es. detta liquidità non sia sufficiente a superare lo stato d'insolvenza. Ma vale anche il viceversa, per cui ad es. imprese in crescita grazie ad ingenti investimenti tali però da assorbire gran parte delle risorse generate dalla gestione corrente, presentano una struttura patrimoniale solida cui potrebbero fare da contraltare problemi di tesoreria.

Infine, la ricerca delle condizioni d'*equilibrio patrimoniale* si pone sottosistema della verifica dell'equilibrio finanziario. La qualità degli investimenti, infatti, concorre in modo significativo a determinare, «oltre che la quantità, anche la conveniente struttura della complessiva provvista di capitale proprio o di credito, non solo per i riflessi che essa (la qualità degli investimenti) trova nella vicenda dei flussi di entrate e di uscite monetarie, ma

pure per l'azione che può avere sull'elasticità, sui rischi e sulla redditività dell'azienda: - fattori tutti questi – che concorrono a determinare, come sappiamo, le convenienti forme di finanziamento ¹²³». Si vuole intendere che la qualità degli investimenti significa la qualità del fabbisogno finanziario cui dare conveniente copertura ¹²⁴.

Infatti, la situazione patrimoniale mostra la «cristallizzazione dell'equilibrio finanziario»¹²⁵ all'istante di tempo convenzionalmente scelto, cioè vi si evidenziano gli impieghi e le fonti che hanno indirizzato la gestione finanziaria passata e che saranno causa dei flussi della futura dinamica finanziaria. Ma l'aspetto patrimoniale esiste anche come autonomo punto di osservazione, in particolare riguardo la *composizione qualitativa* degli impieghi e delle fonti del capitale aziendale. In questa prospettiva le attività così come le fonti finanziarie vengono analizzate dal punto di vista della *natura*, della *provenienza* e della *destinazione* nel contesto dei sistemi di produzione¹²⁶.

In quest'ultimo aspetto si nota il collegamento dell'analisi patrimoniale con il profilo economico, ossia le attività rappresentano le condizioni di svolgimento dell'azienda. La verifica delle condizioni di equilibrio patrimoniale prevede di correlare tali caratteri (della natura, destinazione e provenienza) degli assetti alle caratteristiche, in termini soprattutto dei profili di rischio, dei business, in cui l'impresa è coinvolta, che a loro volta imprimono il progressivo ricambio degli elementi dell'attivo (anche per la parte “fissa”) e che, sulla base della volatilità reddituale, possono imporre un certo grado di flessibilità alla struttura finanziaria. In altre parole, occorre verificare la *consistenza patrimoniale*, intesa come l'attitudine del capitale apportato dai soci (o autogenerato dalla società tramite la ritenzione di utili) ad assicurare una dotazione di mezzi adeguata alla natura dell'attività svolta e al rischio cui la gestione è assoggettata¹²⁷.

¹²³ Cfr. P.Onida, *Economia d'azienda*, op.cit., pag. 252.

¹²⁴ in particolare ci si riferisce alle immobilizzazioni tecniche che sono la principale voce di investimento e di fabbisogno finanziario.

¹²⁵ Così in A.Lai, *Le situazioni di equilibrio economico-finanziario*, op. cit..

¹²⁶ Cfr. nota precedente.

¹²⁷ Sempre sotto questo profilo di analisi rileva anche la verifica di eventuali annacquamenti del capitale, giacchè sono irrilevanti i valori di capitale solo nominali che non possono corrispondere al valore del capitale reale.

3.2 L'equilibrio finanziario nei gruppi aziendali

Le considerazioni fin qui fatte a proposito dell'equilibrio finanziario della singola impresa valgono anche per le società facenti parte di un gruppo.

Una parte del capitale di rischio delle diverse unità viene provvista dalla capogruppo e la misura di detto apporto ne misura la responsabilità assunta riguardo la gestione delle controllate. La quota complementare di capitale è fornita dalle cosiddette minoranze.

Trattandosi di rapporti di controllo, la legge cautelativamente pone dei limiti alla sottoscrizione reciproca di azioni e ciò è particolarmente rilevante, proprio in un gruppo, se si vuole evitare il pericolo di annacquamenti del capitale proprio¹²⁸: la sottoscrizione reciproca dell'aumento di capitale produce, per le due società, una *moltiplicazione illusoria della ricchezza* poiché il capitale cresce solo nominalmente. La letteratura individua, in realtà, altre vie più o meno nell'ambito dei vari collegamenti finanziari esistenti fra le imprese di un gruppo, attraverso cui è possibile realizzare attribuzioni patrimoniali a titolo definitivo alle controllate, mascherate sul piano contabile da rapporti di natura obbligatoria e non presentatesi cioè come partecipazione azionaria.

Alcune di queste operazioni rientrano nella casistica delle *situazioni patologiche* dei trasferimenti patrimoniali infragruppo. Un caso è quello del modello diffuso dei *back to back loans*, consistente nell'effettuazione di depositi bancari da parte di società del gruppo accompagnati dall'incarico alle stesse banche depositarie di fare credito a società controllate, eventualmente estere ed insolventi. Attraverso tali operazioni di *triangolazione*, il credito vantato dal depositante è di fatto assorbito dagli obblighi connessi al finanziamento bancario suddetto poiché vi è un vincolo fiduciario a carico della depositante riguardo la

¹²⁸ Ma vi è un altro rischio, oltre a quello dell'annacquamento di capitale, cautelato dalla norma, particolarmente pressante nell'ambito della direzione unitaria operante in un gruppo, costituito dalla possibile alterazione del corretto funzionamento dei processi decisionali della controllante: il possesso di azioni della controllante da parte delle controllate rafforza, in modo anomalo, i poteri del gruppo di comando (soggetto economico) della società controllante e dei suoi amministratori. Infatti, «da un lato l'esercizio dei diritti sociali (*in primis* il diritto di voto) inerenti alle partecipazioni detenute dalla società controllata nella controllante rientra nelle prerogative degli amministratori della controllata; dall'altro, la sorte degli amministratori della società controllata è legata a filo doppio alla sorte del gruppo di controllo della società controllante e degli amministratori che di esso sono espressione. Ciò offre tutte le opportunità per tessere una tela fra le società poco trasparente.

Col risultato, per di più, che il gruppo di comando della società controllante ha a portata di mano un meccanismo che gli consente di mantenere (o addirittura di rafforzare) la propria posizione di potere senza dover ricorrere a nuovi investimenti (inducendo, ad esempio, gli amministratori della società controllata ad aumentare la partecipazione nella controllante ove per ipotesi fosse necessario elevare la soglia di controllo)» (Cfr. A.P.Griffi, *I gruppi di imprese*, in V.Buonocore (a cura di), *Istituzioni di diritto commerciale*, pag.384, G. Giappichelli Editore, Torino 2003.

La disciplina è fornita dai seguenti articoli del Codice Civile: per acquisto da parte della controllata di azioni della controllante art. 2359-quinquies; infine, per la sottoscrizione reciproca di azioni (al momento della costituzione della società o dell'aumento dei rispettivi capitali) l'art. 2360. Per quanto riguarda le società quotate e al di fuori dei casi previsti dall'art. 2359-bis del c.c. (ossia ad esclusione dei casi in cui l'incrocio riguardi società che siano legate da rapporti di controllo) si deve far riferimento all'art. 121 del TUIF.

restituzione del prestito da parte della finanziata (subordinatamente alla quale la banca fa dipendere la restituzione del deposito) che però è ex-ante non solvente (anche in virtù della scarsa tutela che offrono le procedure concorsuali tipiche di alcuni paesi esteri). Il risultato è appunto quello di realizzare un'attribuzione patrimoniale a titolo definitivo alle controllate, appunto mascherata sul piano contabile da rapporti obbligatori¹²⁹.

In generale, e più direttamente, si produce questo effetto, patologico ogni qual volta le imprese di un gruppo pervengano a finanziarie direttamente società dello stesso, che difficilmente giungeranno alla restituzione dei finanziamenti (o quantomeno, entro i termini previsti al momento della loro concessione), ponendo gli azionisti di minoranza ed i creditori dell'impresa finanziatrice ad un rischio maggiore di quello preventivato.

Pur escludendo i casi più marcatamente patologici, ci si può chiedere comunque se tali relazioni di credito/debito rientranti nelle gestioni accentrate della tesoreria del gruppo costituire un aggiramento dei predetti divieti tesi a tutelare l'integrità del capitale. Ad esempio, nel caso in cui l'aumento di capitale, sottoscritto e versato da parte della controllante a favore della controllata, trovi immediato impiego in un finanziamento uguale, e a titolo indeterminato, alla controllante; si configurerebbe, infatti, un chiaro annacquamento del capitale che si renderà ancora più evidente e grave laddove, a seguito di una perdita d'esercizio incorsa nella controllata, si debba ricorrere alla riduzione del suo capitale di eguale importo e si provveda a restituire lo stesso con predetta operazione combinata conferimento-prestito.

Tra le imprese di un gruppo i movimenti finanziari sono normalmente ingenti (non meno di quelli che avvengono verso l'esterno). Ciò avviene poiché la gestione unitaria del gruppo è tesa a ricercare convenienze economiche anche nell'approvvigionamento e gestione dei mezzi finanziari come si vedrà nel paragrafo seguente.

3.3 Il gruppo aziendale come mercato misto (interno ed esterno) dei capitali¹³⁰

In questo paragrafo sono affrontati altri vantaggi e svantaggi peculiari della struttura a gruppo rispetto alle stesse gestioni svolte in una singola impresa che lascia al mercato o alle aggregazioni "non equità" la regolazione dei rapporti fra più imprese indipendenti.

Il gruppo aziendale può essere considerato come forma intermedia di governo delle transazioni alternativa al mercato e alla gerarchia; al riguardo, Zattoni¹³¹ espone una serie di

¹²⁹ Cfr. M.Miola, *Trasferimenti patrimoniali infragruppo: profili interni e transazionali*, pag. 1587 e segg., in Aa.Vv., *I gruppi di società*, Giuffrè, Milano, 1996.

¹³⁰ Per alcune delle considerazioni fatte in questo paragrafo cfr. A.Zattoni, *Economia e governo dei gruppi aziendali*, op.cit., pag. 101 e segg..

considerazioni con l'intento di dimostrare che, in certe condizioni, il gruppo può rappresentare una valida alternativa. In questo paragrafo si insisterà, in particolare, sul tema dell'approvvigionamento dei capitali, ovvero sulle transazioni che hanno per oggetto le risorse finanziarie.

I gruppi finanziari fanno parte delle c.d. "forme ibride" di governo delle transazioni, delle quali i vari autori ne rilevano la maggiore efficienza in tutte quelle situazioni in cui, più che in altre, si attribuisce grande importanza alla *reputazione* e alla fiducia *interpersonale*.

In un mercato dei capitali perfetto, non vi sarebbe alcun ruolo per le holding come intermediari finanziari, poiché ogni investitore potrebbe realizzare in proprio la stessa diversificazione d'investimento offerta dal portafoglio di partecipazioni di controllo gestite dalla holding. Diversi autori identificano le diverse inefficienze di questo mercato (tra cui gli elevati costi di transazione collegati alle asimmetrie informative così come le difficoltà connesse al reperimento delle informazioni, le limitazioni nella scelta dei titoli, etc.), che fanno sì che l'holding offra con il suo portafoglio spesso un servizio prezioso, specie ai piccoli investitori¹³². Ciò è tanto più vero se si aggiunge che, a differenza di altri intermediari finanziari "similari" (quali fondi comuni d'investimento o i fondi pensione), la capogruppo ha una posizione di controllo sulle imprese partecipate.

L'holding, che realizzi tale attitudine a produrre servizi finanziari, è un'impresa che effettua una gestione centralizzata delle risorse finanziarie e che provvede a gran parte della raccolta di capitali sul mercato per l'intero gruppo, conseguendo economie sui costi di transazione connessi. Sotto questo punto di vista, il gruppo può essere assimilato ad un mercato interno dei capitali, in cui l'allocazione delle risorse finanziarie che si rendono disponibili presso le varie imprese che lo compongono, avviene in modo più efficiente di quanto non sia in grado di fare il mercato esterno¹³³.

¹³¹ v. nota precedente; lo stesso Autore così compendia la teoria dei costi di transazione: pag. 102.

¹³² Sul punto cfr. anche H.Daems, *The holding company and corporate control*, M. Nijhoff, Social Sciences Division, Boston, 1978, pag. 26.

¹³³ Cfr. A.Zattoni, *Economia e governo dei gruppi aziendali*, op.cit., pag. 107 e segg., sul tema è stata condotta un'indagine empirica che ha riguardato 500 imprese appartenenti a gruppi, presenti con continuità nel campione presente nella Centrale dei Bilanci nel periodo 1983-1990 che ha confermato l'importanza del ruolo della capogruppo nell'allocazione delle risorse finanziarie fra le varie società: infatti, nel corso degli anni considerati è aumentato il peso dei finanziamenti infragruppo. Cfr. C.Impenna, M.Pagnini, *Holding e gruppi industriali in Italia: mercato e gerarchia nei circuiti dei capitali interni*, in *Finanza, Imprese e Mercati*, n. 2, 1993.

Inoltre, le società di un gruppo possono beneficiare di significative economie di scala nell'effettuare nuove emissioni di titoli rispetto ai rilevanti costi amministrativi connessi (cioè quelli che una società sostiene ogni volta che fa un'offerta pubblica)¹³⁴.

Un altro motivo d'efficacia della struttura a gruppo, in tema d'allocazione delle risorse finanziarie al suo interno, è rintracciabile nel caso in cui le aziende, che ne fanno parte, operino su scala internazionale e si decida di costituire una società (holding o anche non capogruppo ma comunque direttamente controllata da quella) finanziaria nei paesi con le minori aliquote fiscali e, magari, con anche i controlli più "flessibili" sulle movimentazioni finanziarie. In particolare, è possibile speculare sulle differenze esistenti nella struttura impositiva fra i diversi paesi sui movimenti finanziari infragruppo (ad iniziare dagli interessi e dai dividendi) con il risultato per il soggetto economico di beneficiare di una diminuzione dell'imposizione complessiva a livello di gruppo¹³⁵. Allo stesso tempo, la presenza tramite società finanziaria all'estero costituisce per il gruppo anche l'opportunità di aprire nuovi canali e fonti di finanziamento.

Il top management dell'holding ha *evidenti vantaggi* informativi rispetto ai finanziatori esteri circa l'impiego delle risorse – affluite all'interno del gruppo – nei progetti più meritevoli (di cui, tra l'altro, un gruppo di grandi dimensioni ha a disposizione una vasta gamma, proprio configurandosi come mercato dei capitali interno), giacché appunto gran parte di tale impiego subisce proprio la sua "regia". E' difficile però stabilire fin dove può spingersi questa regia dell'holding ed ha il sopravvento, invece, la sensazione che questa regia rappresenti un'incognita, avvertita con timore dagli investitori (azionisti ed intermediari finanziari *in primis*), data la spesso difficile intelligibilità *dall'esterno* delle "manovre" di gruppo.

Allo scopo di conseguire tali economie, in più o meno tutti i gruppi si attua innanzitutto l'accentramento della gestione di tesoreria: ovvero, a livello accentrato si cerca di far affluire le risorse finanziarie liquide in alcune società del gruppo (ad esempio la holding), le quali ridistribuiscono i mezzi monetari così attratti (sia con vincolo di rischio che di credito) presso le unità aziendali del complesso secondo le specifiche esigenze di finanziamento (attraverso un sistema di debiti e crediti infragruppo), conferendo elasticità alla struttura finanziaria nel tempo e minimizzando il ricorso all'indebitamento esterno e quindi anche il

¹³⁴ Diversi studi sono giunti all'evidenza di tali economie di scala: si veda in R.A.Braley, S.C.Mayers, S.Sandri, *Principi di finanza aziendale*, op.cit., pag. 382, che cita come fonti: I.Lee, S.Lochhead, J.Ritter, Q.Zhao, *The cost of raising Capital*, in *Journal of Financial research*, 19, pagg. 59-74 e anche *Investment Dealers Digest*, numeri da Ottobre a Dicembre.

¹³⁵ Per un approfondimento su questi aspetti, si veda P.Vantellini, *Ruolo delle holding estere e gestione finanziaria dei gruppi*, in *Economia&Management*, Luglio, 1988; C.Della Bella, *Le società di intermediazione captive dei grandi gruppi industriali italiani*, in *Finanza, Imprese e Mercati*, n.3, 1989.

suo costo: l'obiettivo è infatti quello di rendere operante una pianificazione finanziaria, anche di breve termine, che sia onnicomprensiva delle diverse istanze relative alle singole unità aziendali e, soprattutto, dei loro intrecci sinergizzabili al fine di trovare la più conveniente configurazione nell'ammontare e nell'allocazione delle risorse finanziarie (sia autoprodotte che attratte) nel gruppo.

Gli esiti di tutto questo sono il formarsi di un vero e proprio *mercato dei capitali interno al gruppo* volto a ridurre il ricorso complessivo all'indebitamento esterno e gli oneri ad esso connessi. In questo modo si evitano anche le diseconomie legate all'opportunità di mantenere sempre disponibili scorte liquide grazie alla sorta di "*just in time-finanziario*" di cui le singole imprese del gruppo possono beneficiare: la "scorta unica" per tutto il gruppo rendere flessibile la struttura finanziaria delle sue componenti. E' sostanzialmente necessario, quindi, un certo grado di accentramento per gestire in maniera efficiente la liquidità: non si può mantenere il livello desiderato di liquidità se ogni società del gruppo ha facoltà di gestire le proprie risorse liquide in misura del tutto autonoma: in altre parole, si vuole «certamente evitare che una consociata investa le proprie eccedenze di cassa all'8% ed un'altra sia costretta a pagare il 10% di interesse su un prestito bancario (per far fronte all'improvviso fabbisogno di cassa)¹³⁶».

La gestione accentrata di tesoreria non è assimilabile agli effetti distorsivi della sottoscrizione reciproca di capitale, ovvero non comporta variazioni solo nominali delle dotazioni patrimoniali (ossia fittizie) delle società destinatarie. Il trasferimento di liquidità dalla controllata alla controllante, sia pure contestuale alla ricostituzione del capitale della stessa da parte della controllante (perché, la prima, colpita da una situazione patrimoniale deficitaria), comporterà semplicemente il sorgere di un credito (o la diminuzione di una sussistente posizione debitoria) della prima verso la controllante e un accresciuto capitale proprio. Ciò, come si è detto prima, vale finché le operazioni esaminate non comportano un impiego "non economico" delle risorse accentrate presso la controllante, facendole confluire presso controllate a gestione deficitaria, incapaci di rimborsare i propri debiti. In questo caso, il giudizio su tali operazioni spazierebbe nell'ambito delle più volte menzionate considerazioni sul tema dell'economicità super-aziendale e, in particolare, circa un'utilità a mantenere in vita imprese deficitarie, distogliendo risorse dal resto del gruppo, in virtù di una presunta utilità dal complesso che essa promana.

Al contrario, è un impiego del tutto economico delle risorse finanziarie di gruppo, la loro destinazione ad unità aziendali che le utilizzino contestualmente per ridurre i debiti, da

¹³⁶ Cfr. R.A.Braley, S.C.Mayers, S.Sandri, *Principi di finanza aziendale*, op.cit., pag. 689.

queste maturati, nei confronti della stessa controllante o delle altre controllate: infatti, l'aumento di capitale, di cui vengono a beneficiare, è qui destinato a ridurre il livello di indebitamento e, quindi, conseguentemente a far progredire la rispettiva solvibilità¹³⁷.

Da quanto si è detto emerge che quando si estende l'analisi dell'equilibrio finanziario ad un contesto di gruppo, sono necessarie delle considerazioni in più ed uno sforzo interpretativo maggiore a riguardo dei connotati differenziali dello stesso. Ovvero, ci si riferisce, da un lato, al fatto che alcune (spesso in misura maggioritaria) delle risorse monetarie utili alle controllate le vengono resi disponibili da una gestione di tesoreria che è accentrata e, dall'altro, alla conseguente concentrazione delle risorse finanziarie in capo ad un'apposita società del gruppo che poi si occupa della loro redistribuzione interna.

3.4 Il profilo quantitativo dell'equilibrio finanziario in un gruppo di imprese: il capitale netto effettivo ed il funzionamento della leva azionaria.

La prima considerazione da farsi, rispetto all'equilibrio finanziario valutabile in un gruppo d'impresе, riguarda appunto il *profilo quantitativo* dell'equilibrio finanziario, che (si è detto nell'introduzione) analizza, secondo le prospettive future, il bilanciamento tra le fonti e gli impieghi posti in essere. Quando si va ad analizzare la situazione finanziaria delle singole imprese che fanno parte di un gruppo, per averne un quadro quantitativo effettivo si deve tener conto del fatto che le risorse disponibili per ciascuna trascendono la misura dei capitali in esse vincolati, in relazione a meccanismi di redistribuzione delle stesse presenti all'interno del complesso.

Dunque il capitale nominale in capo alle singole imprese e al gruppo non è quasi mai un efficace rappresentante dei mezzi effettivamente a disposizione per finanziare gli impieghi del complesso. Assumendo come ipotesi semplificative (1) l'assenza di indebitamento e (2) come momento di osservazione quello della genesi dei rapporti di controllo, i trasferimenti di risorse che si fanno lungo la catena di controllo operano di fatto una replica dei valori di capitale proprio (di proprietà) della/e unità aziendale/i a monte presso le unità a valle della catena (a cui tali capitali vengono fatti pervenire).

Lai¹³⁸ mantenendo le due ipotesi sopra dette, prende in considerazione il caso di una catena di controllo verticale, composta da m -impresе (per cui il numero di trasferimenti interni alla

¹³⁷ Come si afferma in A.Lai, *Le situazioni di equilibrio economico-finanziario di gruppo*, op.cit., pag.178: «Non ha dunque significato economico controllare le movimentazioni finanziarie che si determinano nel contesto di operazioni di aumento o di copertura di capitale. Dunque, il solo accertamento necessario per attestare la piena efficacia dell'operazione di cui si discute riguarda il fatto che la società prima beneficiaria di tali risorse sia in grado di far fronte al proprio debito, ove questo sorga o si accresca per effetto dell'operazione di impiego dei mezzi monetari»

catena è $m-1$); in questa fattispecie il capitale effettivo netto del gruppo (Cn_g) è diverso dal capitale netto nominale del gruppo (Cnn_g) per la misura T di detti trasferimenti ed è così rappresentabile:

$$Cn_g = Cnn_g - T = \sum_{i=1}^m Cn_i - \sum_{i=2}^m p_i \cdot Cn_i$$

Dove $T = \sum_{i=2}^m p_i \cdot Cn_i$ è l'ammontare dei trasferimenti interni, che è commisurato sia al capitale netto delle successive controllate, sia al rapporto p_i secondo cui ciascuna sub-controllante partecipa a detto capitale della sub-controllata (si elimina così la parte del capitale nominale che elimina le risorse di pertinenza della controllante). Ponendo $q_i = 1 - p_i$ il saggio di partecipazione delle minoranze all'unità i -esima e Cn_1 il capitale netto dell'holding,

l'espressione può essere così riformulata: $Cn_g = Cn_1 + \sum_{i=2}^m q_i \cdot Cn_i$ ¹³⁹, ovvero il capitale effettivo netto del gruppo è pari a quelli di pertinenza della capogruppo a cui si sommano i capitali conferiti dalle minoranze afferenti le singole unità del gruppo.

Successivamente al momento genetico del gruppo (ossia, eliminando l'ipotesi 2), ogni unità aziendale auto-produce delle risorse, che ne accrescono la dotazione di mezzi iniziale, per questo motivo, in tal caso, non vale l'esclusione della parte di pertinenza della capogruppo di tali mezzi auto-prodotti. Allora, la relazione che da conto del capitale netto del gruppo è la seguente:

$Cn_g = Cn_1 + \sum_{i=2}^m R_i + \sum_{i=2}^m q_i \cdot Cn_i$ dove " $\sum_{i=2}^m R_i$ " è il cumulo dei risultati di gruppo determinato su base consolidata e non distribuiti esternamente al gruppo, conseguiti successivamente al momento genetico del legame con il gruppo.

Mentre, non ci sono limiti all'espansione in verticale del numero di livelli della catena di controllo, se non indirettamente per il mantenimento del controllo da parte del soggetto di governo, invece, l'estensione in senso orizzontale della catena di proprietà (ossia l'aumento del numero di controllate direttamente sottostanti l'holding) è limitata dall'impossibilità di trasferire risorse alle controllate superiori all'ammontare di mezzi propri dell'holding: ciò facendo salva l'ipotesi che i mezzi a disposizione per tali trasferimenti siano solo quelli propri e che non si ricorra anche all'indebitamento (delle varie unità così come della holding) per finanziarli.

¹³⁸ Cfr. A. Lai, *Le situazioni di equilibrio economico-finanziario di gruppo*, op.cit., pag. 181, ma si veda anche L. Azzini, *I gruppi aziendali*, op.cit., pag. 223 e segg.;

¹³⁹ che deriva dallo svolgimento dei seguenti passaggi:

$$Cn_g = \sum_{i=1}^m Cn_i + \sum_{i=2}^m (q_i - 1) \cdot Cn_i \rightarrow Cn_g = \sum_{i=1}^m Cn_i - \sum_{i=2}^m Cn_i + \sum_{i=2}^m q_i \cdot Cn_i \rightarrow Cn_g = Cn_1 + \sum_{i=2}^m q_i \cdot Cn_i$$

Dunque, dati i mezzi propri dell'holding, il gruppo godrà di un ammontare di risorse tanto maggiore quanto più elevato è il capitale netto dell'holding Cn_1 ed il numero di livelli in verticale m e quanto più è ridotto p_i , pur rimanendo entro il livello atto a preservare il controllo da parte del soggetto economico di gruppo (ovvero quanto più cospicuo è anche l'apporto delle minoranze). Al fine di perseguire l'equilibrio finanziario quantitativo, l'holding quindi provvede a perseguire configurazioni dei parametri Cn_i e p_i in modo che risultino compatibili con le esigenze create dal progetto affidate alle singole unità e dalla misura di capitale (sia proprio che di credito) da mobilitare secondo le caratteristiche del fabbisogno generato dal business in cui sono impegnate.

Allo stesso modo, m_i e p_i sono funzionali a dare al gruppo la sua struttura organizzativa (più o meno orizzontale o verticale, più o meno integrata).

In un gruppo, che sia sviluppo orizzontale (con la presenza di vere e proprie sottocapogruppo) che verticale, si genera quindi il fenomeno della *leva azionaria*, che permette agli azionisti di comando della capogruppo di attrarre risorse finanziarie destinabili agli investimenti, in misura amplificata rispetto a quanto essi stessi sono in grado di apportare¹⁴⁰, senza che ciò pregiudichi la capacità dello stesso gruppo di comando di determinare le decisioni di governo economico dell'intero aggregato aziendale. La leva azionaria può essere espressa mediante il rapporto tra capitale di gruppo e capitale di comando della capogruppo e può essere scomposta in due parti:

- una prima, connessa all'assetto proprietario dell'holding, misurata dal rapporto tra *capitale netto della capogruppo* (cioè l'intero capitale netto) e *capitale di comando della stessa*;
- la seconda componente, relativa al gruppo, è espressa attraverso il rapporto *capitale netto di gruppo/capitale netto della capogruppo* (laddove la differenza tra i due valori è riconducibile al patrimonio di pertinenza dei terzi)¹⁴¹. Quindi esiste una correlazione positiva tra l'aumento del numero dei livelli k (che compongono in verticale la struttura del gruppo) e la variazione conseguente del capitale di rischio complessivamente afferente il gruppo, grazie all'attrazione, *ad ogni livello addizionale $m+i$* , di nuovo capitale di minoranza.

¹⁴⁰ In G. Brunetti, V. Coda, F. Favotto, *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, Milano, Etas Libri, 1999, pag. 154, il concetto di leva azionaria viene ricondotto alla «misura del capitale di terzi (si riferisce ai soci di minoranza terzi rispetto al capitale proprio della capogruppo) con vincolo di capitale di rischio che è stato attratto dal capitale netto della capogruppo».

¹⁴¹ Si tratta cioè di verificare la capacità del gruppo di attrarre risorse finanziarie a titolo di capitale di proprietà da economie esterne al proprio capitale di comando. Cfr. F. Ranalli, *Il ruolo del bilancio della holding nella valutazione della performance di un gruppo industriale. Prime considerazioni*, in *Scritti di economia aziendale in memoria di Raffaele D'Oriano*, Cedam, Padova, 1997 pag. 1157 e segg.;

Analiticamente ciò può essere rappresentato dalla seguente relazione: " $\Delta Cn_g = \sum_{i=m+1}^{m+k} q_i \cdot Cn_i$ ", ovvero, la sensitività del capitale netto di gruppo all'allungamento della catena di controllo¹⁴².

Tuttavia vi è un trade-off: ci si riferisce al fatto che è più elevato il grado di intreressanza che la capogruppo decide di esercitare negli ambiti più lontani della catena di controllo, maggiore sarà anche la libertà del soggetto economico nel perseguire il suo progetto ma allo stesso tempo precludendosi gli elevati volumi di capitale attraibili presso il gruppo, tramite la partecipazione più estesa delle minoranze (e delle aspettative loro proprie).

Esempio di funzionamento della leva azionaria nell'ipotesi in cui le società del gruppo si finanzino facendo ricorso al solo capitale di rischio¹⁴³

Figura 5.2.1



Si consideri un gruppo a sviluppo verticale, formato da quattro società controllate a cascata (vedi la figura 5.2.1) ed in cui la società D (che è l'unica società operativa mentre le altre si ipotizzano essere finanziarie di partecipazione) possiede attività reali nette per un valore pari ad € 1000 mln. Il capitale di ognuna di esse è ripartito in pari misura tra azioni ordinarie e

¹⁴² Sempre analiticamente Lai (op. cit.) dimostra la correlazione negativa esistente tra la variazione dei saggi di partecipazione p_i e quella corrispondente del capitale netto di gruppo:

infatti, partendo dalla relazione $Cn_g = Cn_1 + \sum_{i=2}^m (1-p_i) \cdot Cn_i$ (ricavata ricordando che $q_i = 1 - p_i$), si può derivarla rispetto a p_i si ottiene: $\Delta Cn_g = -\sum_{i=2}^m \Delta p_i \cdot Cn_i$.

¹⁴³ Esempio tratto così come il successivo, da A.Zattoni, *Economia e governo dei gruppi aziendali*, op.cit., pag. 124 e segg..

azioni di risparmio¹⁴⁴. Di conseguenza, il soggetto economico per mantenere il controllo incontrastato su ciascuna società del gruppo non deve possedere il 51% del capitale sociale su ognuna di esse, bensì il 51% del capitale composto dalle azioni che consentono il diritto di voto in assemblea. *L'alfa diluito*, in questo caso, sulla società operativa è pari allo 0,5%: in altre parole, il soggetto economico può controllare l'investimento in attività reali D, disponendo solo dello 0,5% dei mezzi totali che la finanziano¹⁴⁵.

Società	Capitale sociale totale (ordinario + risparmio) Tutti i dati in mln di euro	Quota azioni ordinarie dell'azionista di controllo	Quota azioni ordinarie di altri azionisti	Azioni di risparmio	Risorse finanziarie reali (r.f.r) apportate ad ogni livello (*)	% delle r.f.r. apportate dall'azionista di controllo (**)
A	18	5	4	9	18	27.7
B	70	18	17	35	52	7.14
C	260	70	60	130	190	1.92
D	1000	260	240	500	740	0.50
<i>TOTALE</i>	<i>1348</i>	<i>353</i>	<i>321</i>	<i>674</i>	<i>1000</i>	

(*) tale voce, che indica il valore reale delle risorse finanziarie apportate nelle società presenti ai vari livelli della catena, è stata calcolata sottraendo al capitale sociale di ogni società la quota detenuta (direttamente o indirettamente) dalla capogruppo (secondo la stessa logica vista sopra).

(**) La percentuale di r.f.r. apportate dall'azionista di controllo è stata calcolata dividendo le risorse finanziarie fornite da questo azionista per il valore delle risorse che questi riesce complessivamente a coinvolgere, ad ogni livello, nel finanziamento delle attività. L'inverso di tale valore, a parità di altre condizioni (in particolare del rapporto di indebitamento), è un altro dei possibili indicatori del grado di leva azionaria.

Si verifica quanto detto sopra in merito alla *correlazione positiva tra l'aumento del numero di livelli k (che compongono in verticale la struttura del gruppo) e la variazione conseguente del capitale di rischio complessivamente disponibile per il gruppo, grazie proprio all'attrazione, ad ogni livello addizionale m+i, di nuovo capitale di minoranza:*

¹⁴⁴ Secondo l'art. 14 della Legge 216 del 7 Giugno del 1974, è consentito alle società quotate in borsa l'emissione di azioni di risparmio, senza diritto di voto, per un ammontare (insieme alle eventuali azioni privilegiate) non superiore al 50% del capitale sociale totale.

¹⁴⁵ Nell'esempio, la percentuale di partecipazione di maggioranza non corrisponde al 51% delle azioni ordinarie (ma è superiore) al fine di dare una rappresentazione più immediata del fenomeno.

all'aumentare del numero di livelli societari, l'azionista di controllo può beneficiare della graduale riduzione dell'impegno monetario che gli è richiesto in prima persona.

Si nota che, laddove, per finanziare un piano di investimenti, si decidesse di aumentare le dotazioni finanziarie, attraverso un'operazione di aumento di capitale di rischio della società D, l'azionista che controlla la capogruppo A, per mantenere invariata la sua partecipazione in ogni società della catena di controllo, dovrebbe investire personalmente lo 0.5% del totale dei mezzi richiesti.

Si osserva, inoltre, che il sistema di partecipazioni a cascata consente l'emissione di azioni di risparmio in misura superiore a quella che sarebbe consentita in presenza di una sola società che consolidasse tutte le attività e le passività del gruppo. A questo scopo può essere data rappresentazione dello stato patrimoniale delle 4 consociate e di quello consolidato, redatto quest'ultimo, appunto, nell'ipotesi che il gruppo venga riunificato in un'unica azienda.

CASO A: le società sono finanziate in egual misura da azioni ordinarie AO e da azioni di risparmio. Sono riportati gli stati patrimoniali di A, B, C, D e quello consolidato nell'ipotesi che il gruppo sia sostituito da un'unica azienda, in cui si riuniscano le stesse attività (che coincidono con le attività reali della società operativa D) e passività delle consociate.

Società D			Società C		
Attività 1000 reali	Deb. 0		Part.in D 260	Deb. 0	
	Az.Risp 500			Az.Risp 130	
	AO az.min.240			AO az.min. 60	
	AO gruppo 260			AO gruppo 70	
TOT. 1000	TOT. 1000		TOT. 260	TOT. 260	

Società B		Società A		Consolidato	
Part.in C 70	Deb. 0	Part.in B 18	Deb. 0	Attività 1000 reali	Deb. 0
	Az.Risp 35		Az.Risp 9		Az.Risp 674
	AO az.min. 17		AO az.min. 4		AO az.min. 321
	AO gruppo 18		AO gruppo 5		AO gruppo 5
TOT. 70	TOT. 70	TOT. 18	TOT. 18	TOT. 1000	TOT. 1000

Si può notare come ci si troverebbe di fronte ad un'impresa finanziata con capitale proprio che per 67.4% è costituito da azioni di risparmio, quindi, detenute da soci privi del diritto di voto e per di più rappresentati, nei loro interessi, da un azionista di comando che risponde dei diritti ed obblighi maturati dall'esercizio dell'impresa, che controlla, limitatamente ad un apporto pari al 5% del capitale complessivo¹⁴⁶.

¹⁴⁶ Esempio anch'esso tratto da A.Zattoni, *Economia e governo dei gruppi aziendali*, op.cit., pag. 154.

La leva azionaria ed il ricorso al capitale di credito. Anche il capitale di credito attratto nei gruppi d'impresa presenta delle peculiarità. In un gruppo, come nelle altre imprese, al capitale di rischio si aggiunge, a copertura dei fabbisogni finanziari, l'indebitamento.

In questo caso, quindi l'effetto della leva finanziaria si associa a quello della leva azionaria, dando modo al soggetto economico di dilatare ulteriormente il capitale governato. Si è visto come ciò si accompagni al fenomeno dell' "effetto leverage multiplo"¹⁴⁷.

Il gruppo è infatti, costituito da una serie di società che si presentano (almeno potenzialmente) in maniera autonoma su mercato dei capitali di debito, per cui vi è il potenziale per moltiplicare, oltre il capitale di rischio, anche la capacità complessiva di indebitamento del gruppo. Ciò con l'ulteriore conseguenza, a favore del soggetto economico, di dover sborsare un ammontare di capitale proprio ancora più ridotto per finanziare il suo controllo sulle unità aziendali via via più a valle della catena.

Tutto questo produce nuove peculiarità (rispetto a quelle già viste) nell'apprezzamento del capitale complessivamente disponibile per un gruppo aziendale. Un modo di esprimere la leva finanziaria è:

$$\text{rapporto debiti-capitale netto} = \frac{\text{debiti a lungo termine}}{\text{capitale netto}} =$$

Tale rapporto qualifica in modo sintetico la struttura delle fonti dell'impresa. Davanti ad imprese inserite in un gruppo ed i rispettivi bilanci, sicuramente sarebbe poco significativo calcolare tale rapporto – con riferimento al complesso- come media ponderata di quello evidenziatosi a livello di ogni singola unità aziendale, in ragione sia (1) della differenza vista tra capitale netto effettivo di gruppo e il suo valore nominale, sia (2) a causa dell'esistenza di rapporti infragruppo non solo di partecipazione azionaria ma anche di indebitamento (ci si riferisce al sistema dei debit/crediti interni anzidetti): per cui non tutto il debito esistente in capo alla singola impresa concorre a determinare il capitale di credito complessivamente attratto nel gruppo.

L'indebitamento di gruppo è, invece, espresso dalle risorse di credito *attratte dall'esterno* del complesso "C_{t_g}", come nella seguente relazione:

¹⁴⁷ «Questo fenomeno della leva azionaria è molto diffuso nel nostro paese e si somma a quello più tradizionale della leva connessa all'uso del capitale di credito... Applicato ricorrendo a più società a cascata esso produce un effetto leverage multiplo»; C. Demattè, *Modelli di crescita delle imprese a leverage multiplo: rischi e deformazioni*, in *Economia & Management*, n° 6, 1995.

$Ct_g = \sum_{i=1}^m (Ct_i - ct_i)$, dove Ct_i rappresenta il capitale di credito complessivo delle singole unità del gruppo e ct_i rappresenta il capitale di credito che le singole unità hanno contratto con indebitamento interno al gruppo (ossia, dalle altre consociate).

Sostanzialmente vengono eliminati nella formula gli effetti dei rapporti di finanziamento sorti fra imprese interne al gruppo. Già semplicemente leggendo il bilancio d'esercizio di una holding, o di un'altra sotto-controllante, si può notare facilmente come, ad esempio, ingenti siano i crediti vantati nei confronti d'imprese controllate.

La misura medesima delle risorse finanziarie che il gruppo può attrarre ed investire è espresso da questa equivalenza: $Ci_g = Cn_1 + \sum_{i=2}^m (qi \cdot Cn_i) + \sum_{i=1}^m (Ct_i - ct_i)$ (v. nota¹⁴⁸).

E il rapporto di indebitamento complessivo del gruppo è quindi pari a:

$$d_g = \frac{Ct_g}{Cn_g} = \frac{\sum_{i=1}^m (Ct_i - ct_i)}{Cn_1 + \sum_{i=2}^m (qi \cdot Cn_i)}$$

Per gli stessi motivi, nel procedere all'analisi finanziaria dei bilanci d'esercizio della singola unità del gruppo, può essere rilevante (specie se l'analisi la sta facendo la banca finanziatrice al fine di valutare la solvibilità o il *creditworthy* dell'impresa) affiancare al rapporto di indebitamento complessivo o *nominale*, degli altri rapporti, come quello che computa al numeratore il grado di indebitamento verso i soli terzi (su base consolidata) e quello che, in più, al denominatore considera le sole risorse aggiuntive apportate in ogni unità controllata del complesso, rispetto alla preesistente parte del gruppo:

$$de_i = \frac{Ct_i - ct_i}{qi \cdot Cn_i}$$

In generale, poi, di fronte al capitale netto di un'impresa facente parte di un gruppo sarà necessario un occhio critico in più, in considerazione del fatto che parte di quell'apporto nominale in realtà è stato probabilmente utilizzato per finanziare il credito, difficilmente esigibile, concesso ad un'altra impresa del gruppo, magari estera¹⁴⁹. E' per questi motivi che la percezione del rischio finanziario della gestione è particolarmente più complesso davanti

¹⁴⁸ Anche in questo caso l'Autore fa salva l'ipotesi che l'analisi venga condotta con riguardo al momento fondativo del gruppo. «...La rappresentazione del capitale investito ad un momento successivo dovrebbe tener conto anche del cumulo dei risultati di gruppo (ovvero le risorse auto prodotte dalle consociate), determinati su base consolidata e non distribuiti esternamente al complesso, conseguiti successivamente al momento in cui si stabilisce il legame che raccorda ciascuna consociata al gruppo... non sarebbe necessario far riferimento» alle stesse risorse autoprodotte e non distribuite esternamente «...se la holding valutasse le partecipazioni con il metodo del patrimonio netto: in tal caso, infatti, il capitale netto differenziale delle consociate tra il momento di costituzione del gruppo, e qualsiasi momento successivo verrebbe acquisito a "Cn1...».

¹⁴⁹ Il grado di rischio, cui la crescita dell'indebitamento assoggetta la gestione, relativamente alle unità di un gruppo, è meglio espresso dal rapporto "dei": infatti, seppur ogni unità risponda con il proprio patrimonio individuale delle obbligazioni assunte, in realtà, in caso di fenomeni di crisi estesi nel gruppo, le risorse di credito e quelle di rischio che subiscono il possibile mancato rimborso sono sintetizzate, a livello di ogni singola unità, dal rapporto "dei" (che fa riferimento esclusivo ai soli mezzi aggiuntivi di cui il gruppo beneficia a ciascun livello).

ad un gruppo: vale a dire che l'interposizione di una o più unità intermedie, fra quelle beneficiarie originarie dei fondi (dai finanziatori esterni) e le destinatarie finali degli stessi, non è affatto neutrale sotto tale profilo: ciò in ragione della possibile trasformazione temporale delle risorse vincolate, della diversa aleatorietà caratterizzante i business di operatività, della collegata diversa solvibilità delle imprese che si interpongono nel rapporto di finanziamento originario.

Si può vedere l'esempio ¹⁵⁰ di cui sopra modificato alla luce della presenza oltre del capitale proprio anche del capitale di credito a finanziamento delle consociate A, B, C e D. Si fa l'ipotesi che:

l'indebitamento pesa per il 50% del capitale complessivo;

il restante 50% è il capitale sociale per metà formato da azioni senza diritto di voto;

Nel contesto descritto, all'azionista di comando della capogruppo A è sufficiente investire € 1 mln per controllarne € 1000 mln (ossia con alfa diluito pari allo 0,1%), come è osservabile nella seguente tabella:

Società	Capitale sociale totale (ordinario+risparmio)	Quota azioni ordinarie dell'azionista di controllo	Quota azioni ordinarie di altri azionisti	Azioni di risparmio	Capitale di debito	Risorse finanziarie reali (r.f.r) apportate ad ogni livello (*)	% delle r.f.r apportate dall'azionista di controllo (**)
A	2	1	0	1	1	3	33.3
B	9	3	2	4	8	14	5.88
C	64	17	15	32	64	111	0.78
D	500	128	122	250	500	872	0.10
<i>TOTALE</i>	<i>575</i>	<i>149</i>	<i>139</i>	<i>287</i>	<i>573</i>	<i>1000</i>	

(*) vedi analoga nota nella tabella precedente; lo stesso vale per (**)

Quindi, i gruppi piramidali consentono al soggetto economico di attingere ad un elevato volume di risorse apportato da soggetti terzi rispetto a quelli che compongono il gruppo di comando nella holding e con la minore quota possibile del proprio capitale.

Si può quindi concludere che le risorse attratte per contribuire all'equilibrio finanziario del gruppo (sotto il profilo quantitativo) risultano complessivamente pari a :

¹⁵⁰ Cfr. A.Zattoni, *Economia e governo dei gruppi aziendali*, op.cit., pag. 128.

$$C_{ig} = (C_{n_1} + C_{t_1} - ct_1) + (q_2 \cdot C_{n_2} + C_{t_2} - ct_2) + \dots + (q_m \cdot C_{n_m} + C_{t_m} - ct_m)$$

holding
controllata di 2° livello
controllata di m-esimo livello

Per le considerazioni fatte, le leve di cui sopra agiranno tanto più intensamente quanto più:

- il gruppo ha uno sviluppo a cascata, in cui, cioè, una società controlla alcune altre società a valle ed essa stessa controllata da un'impresa a monte: a monte della catena vi è l'holding, a valle le società operative e al/ai livello/i intermedi/o vi sono le finanziarie di partecipazione (il cui attivo è durevolmente e piacevolmente composto da partecipazioni in società del gruppo). Un sistema di questo tipo viene spesso definito come un sistema di “scatole cinesi”.
- un numero maggiore di società del gruppo viene ammesso alle quotazioni di borsa, poiché ciò permette di diffondere ampiamente i titoli azionari degli aumenti di capitali presso il pubblico dei risparmiatori (oltre che dei grandi investitori istituzionali).
- le società del gruppo fanno ricorso all'indebitamento dando luogo al fenomeno del *leverage multiplo*. In merito all'indebitamento, il gruppo attrarrà tante più risorse quanto maggiore è la capacità di autonomo indebitamento delle sue singole unità (ovviamente mantenendo il rapporto di indebitamento entro certi limiti di rischio), contribuendo molto di più di quanto possa fare il capitale di rischi di minoranza (dati i limiti imposti dalla preservazione del controllo).
- sono presenti, fra le società del gruppo, *partecipazioni incrociate*, poiché anch'esse generano un aumento del capitale a disposizione del gruppo, seppur fittizio.
- è consentito al soggetto economico di essere tale senza dover disporre della maggioranza assoluta del capitale votante. Ciò si verifica in concomitanza dei fenomeni di separazione fra proprietà e controllo: ossia innanzitutto in presenza di società di grandi dimensioni ad azionariato disperso, dove è lecito attendersi che solo una limitata parte dei soci eserciterà il suo voto in assemblea e/o oppure in cui fra quest'ultimi sussistono patti di sindacato che generino una coalizione di controllo atta ad aumentare l'influenza decisionale dei soggetti che vi partecipano, etc.

C'è però da ribadire un fatto: «la strategia finanziaria che permette l'espansione del capitale controllato a parità del capitale impiegato ha una condizione: che la situazione del gruppo si mantenga tale da rendere conveniente ad azionisti di minoranza e a creditori di mantenere o espandere il loro finanziamento al gruppo. Ciò significa, in primo luogo, che esiste un limite definito alla discrezionalità del soggetto economico, il quale può contare su questi

meccanismi solo nella misura in cui essa non pregiudica la remunerazione del capitale e la credibilità finanziaria delle proprie società»¹⁵¹.

3.5 Il profilo temporale e di rischio dell'equilibrio finanziario di gruppo

La seconda considerazione da fare in presenza di un gruppo aziendale riguarda, appunto, il *profilo temporale* che si focalizza sull'allineamento tra l'allocazione temporale dei realizzi, prodotti dagli investimenti, e la tempistica dei pagamenti, in termini sia d'interessi che di rimborso di capitale, relativi alle fonti. E' proprio tale profilo temporale la *dimensione genetica* dell'aspetto finanziario della gestione. L'asincronia tra i flussi finanziari in uscita e quelli in entrata è pressoché fisiologica, dal momento che i flussi in entrata prodotti dagli impieghi hanno, in genere, un andamento fluttuante nel tempo e spesso in modo non interamente conoscibile a priori.

La peculiarità dei gruppi riguarda il livello d'accentramento della gestione della massa finanziaria: quanto più ciò si realizza, tanto maggiore sarà la flessibilità finanziaria guadagnata dalle imprese del gruppo giacché è consentita la riallocazione dei mezzi finanziari in modo coincidente con le esigenze (quantitative, temporali e di rischio) che si palesano nelle unità del gruppo¹⁵².

In un gruppo, infatti, il perseguimento dei sincronismi tra i realizzi ed i rimborsi è agevolato dalla presenza dei più volte citati flussi finanziari "interni".

L'attivazione di una "finanza di gruppo" provvede a riallocare le risorse complessive di gruppo al fine di risolvere il problema temporale dell'equilibrio finanziario che si manifesta nei particolari ambiti del gruppo. Si consente, così, alle singole unità di raggiungere sincronismi che altrimenti non sarebbero stati possibili: ciò avviene, infatti, grazie a dei temporanei trasferimenti di risorse finanziarie da una o più unità, funzionali a consentire investimenti nelle attività di altre unità dello stesso gruppo. Trasferimenti che possono essere o meno a titolo oneroso e che contribuiscono a rendere almeno una parte della struttura delle Fonti, delle imprese beneficiarie, più elastica attraverso la possibilità di rimodulare i tempi, rispettivamente, di realizzo e di rimborso relativamente ai crediti e debiti sorti negli scambi infragruppo.

Il problema della correlazione temporale dei flussi finanziari non viene eliminato ma spostato ad un livello più alto, quello dell'holding o di un'altra sotto-capogruppo di livello

¹⁵¹ Cfr. A.Mosconi, E.Rullani, *Il gruppo nello sviluppo dell'impresa industriale*, Isedi, Milano, 1978, pag. 44.

¹⁵² Tale flessibilità è ottenuta attraverso «una manovrabilità differenziata dei flussi in entrata e in uscita e dei correlati momenti di incasso dei crediti e di pagamento dei debiti, in relazione ai vari soggetti giuridici che compongono il gruppo e che presidiano posizioni differenziate l'una dall'altra», come si afferma in A.Lai, *Le situazioni di equilibrio economico-finanziario di gruppo*, op. cit..

intermedio, con cui rispettivamente le singole controllate instaurano rapporti di scambio e/o di finanziamento continuativi¹⁵³. Quindi, la verifica dell'aspetto temporale dell'equilibrio finanziario deve essere condotta a livello complessivo o intermedio (quest'ultimo da ricercare caso per caso) oltre che a livello di singole unità.

In una realtà come quella di un gruppo, può anche trascendersi da quanto ribadisce più volte la dottrina riguardo la ricerca del mix ideale tra fonti ed impieghi: i mezzi conseguiti dal credito di un'unità possono di fatto rientrare in un contestuale finanziamento di altre consociate, con tempistiche anche non coerenti con quelle proprie della fonte terza d'origine, ovvero operando una sorta di *trasformazione temporale* delle risorse a disposizione. Alcune imprese del gruppo, ad esempio in virtù dei più elevati volumi reddituali e di una propria credibilità maturata presso i finanziatori, sono in grado, meglio di altre, di indebitarsi per quest'ultime a breve termine (cioè a favore di quest'altre imprese in cui si è manifestata l'incombenza), commutando allo stesso tempo le risorse così attratte al gruppo in finanziamenti interni restituibili a più lungo termine¹⁵⁴.

Dalle considerazioni sinora fatte, si comprende come la finanza di gruppo riesca spesso funzionale a rendere finanziabili iniziative d'investimento che altrimenti sarebbero del tutto insostenibili finanziariamente per quantità, rischi e condizioni temporali dei mezzi richiesti (ciò anche in considerazione delle predette imperfezioni del mercato dei capitali).

Un esempio su quest'ultima considerazione è fornito dal sistema di corporate governance giapponese, notoriamente contraddistinto dai *keiretsu*. Un Keiretsu è un network di imprese tra le quali intercorrono relazioni d'affari di lungo termine (ossia vi sono rapporti di scambio interni importanti in termini di fatturati annui coinvolti). Al centro di esso vi sono banche o altre istituzioni finanziarie che detengono azioni nella maggior parte delle imprese del gruppo¹⁵⁵. Anche le principali altre imprese del gruppo posseggono azioni, ognuna, sia della banca sia delle altre imprese: la conseguenza è che, seppur magari ciascuna società possenga

¹⁵³ «Di solito si affida alla holding o ad una specifica impresa di servizi del gruppo con la prima strettamente integrata, il compito di rendere più agile il giro dei flussi finanziari all'interno del gruppo. La funzione finanziaria dell'holding... è dunque ricca di... atti ed interventi nell'interesse delle imprese controllate... Nei confronti delle imprese del gruppo la holding ha come linee di intervento l'assistenza finanziaria in genere che attiene al perseguimento dell'equilibrio finanziario specifico di ogni impresa partecipata, con intervento sul capitale di rischio e sull'indebitamento obbligazionario, con prestiti diretti o con concessione di garanzie reali o fideiussione, con la determinazione delle compatibilità finanziarie (livello di liquidità, scorte, investimenti)». Cfr. L.Petix, *Aspetti della gestione finanziaria dei gruppi CEDAM Padova 1979*, pagg. 41-42.

¹⁵⁴ Cfr. A.Lai, *Le situazioni di equilibrio economico-finanziario di gruppo*, op.cit., pag. 203: «Si tratta infatti di considerare la compatibilità dell'operazione rivolta all'interno del gruppo con l'assetto finanziario dell'unità cui è pervenuta in via originaria la fonte di finanziamento esterna al gruppo, ovvero la capacità della sua gestione tipica di sincronizzare l'insieme dei propri flussi (ivi compreso quello che – in tempi successivi – sarà reso disponibile dal rimborso del finanziamento concesso ad altra unità del gruppo) con gli impegni che il rimborso dei debiti in essere rende cogenti».

¹⁵⁵ Partecipazioni dirette, comunque, non particolarmente rilevanti dato il divieto esistente in capo alle banche commerciali giapponesi a possedere più del 5% del capitale di una società.

dell'altra partecipazioni azionarie limitate, l'incrocio complessivo delle partecipazioni fa sì che le azioni effettivamente acquistabili da investitori estranei al gruppo sia molto più limitato del numero totale in circolazione: si tratta, infatti, di imprese poco contendibili¹⁵⁶.

Tuttavia, tornando al discorso intrapreso, ciò che unisce il gruppo non è tanto la non contendibilità delle società componenti, bensì è appunto il fatto che la gran parte dei finanziamenti deriva dalla banca del Keiretsu da qualche altra società del gruppo, conferendo non indifferenti vantaggi finanziari anche alle consociate¹⁵⁷. Gli stessi manager siedono in diversi consigli d'amministrazione: ciò conferisce al gruppo una notevole unitarietà e fa sì che il soggetto economico sia rappresentato dai soggetti di comando delle banche e delle società più grandi (in effetti, è regolarmente riunito un "consiglio dei presidenti" composto dai massimi rappresentanti delle società più importanti). Per questo, le decisioni finanziarie di una singola unità, possono divenire decisioni, il cui giudizio di convenienza assume una dimensione di complesso: l'impresa appartenente ad un keiretsu può sostenere finanziariamente decisioni d'investimento che hanno un *orizzonte temporale più lungo* di quanto altrimenti potrebbero¹⁵⁸, a motivo del fatto che, per il finanziamento, può rivolgersi alla banca o ad un'altra impresa del gruppo.

La finanza dei Keiretsu presenta anche un'altra delle caratteristiche osservabili in un contesto in cui è osservabile una finanza di gruppo, l'*elasticità*. Caratteristica che si evidenzia in modo tipico nei gruppi giapponesi quando una delle imprese vive una tensione di liquidità rispetto ai debiti in scadenza o rispetto ai propri irrinunciabili piani d'investimento: la soluzione viene fornita dall'intervento del gruppo nella forma della sostituzione del management dell'unità in difficoltà e col finanziamento ottenuto internamente.

Infine, un'ulteriore considerazione da fare riguarda il *profilo del rischio*. Quando esso è riferito all'equilibrio finanziario di un gruppo, può rimanere più o meno localizzato o limitato in relazione sia alla composizione-frammentazione del gruppo (delle sue unità o raggruppamenti) rispetto ai business in cui è operativo, sia rispetto al grado d'interessanza nelle controllate: il gruppo è un sistema dei rischi correlato alla natura dell'attività propria

¹⁵⁶ Si veda come fonte di analisi *Industrial Groupings in Japan*, decima edizione, redatta da Dodwell Marketing Consultants, Tokyo, 1991.

¹⁵⁷ Cfr. R.A.Braley, S.C.Mayers, S.Sandri, *Principi di finanza aziendale*, op.cit., pag.1001 e segg..

¹⁵⁸ Sono giunti a questa conclusione T.Hosci, A.Kashyap e D.Scharfstein in *Corporate structure, liquidity and investment: evidence from Japanese industrial groups*, in *Quarterly Journal of Economics*, 106, pagg. 33-60, febbraio 1991, esaminando i programmi di investimento di un campione molto grande di imprese giapponesi, molte appartenenti ad un keiretsu. Si è inoltre evidenziato che gli investimenti di tali imprese erano più stabili e meno esposti alle oscillazioni dei flussi di cassa operativi o ai momenti di difficoltà finanziaria.

delle varie unità aziendali *coinvolte*. Rischi che si modificano secondo l'interdipendenza o dipendenza che è sviluppata tra le varie parti.

Sotto il profilo di rischio della gestione, infatti, la possibilità di progettare il gruppo, separando al suo interno, attraverso assetti patrimoniali distinti, i diversi ambiti operativi, permette appunto di *localizzare* i rischi¹⁵⁹ molto più efficacemente di quanto possa fare un'unità aziendale singola. In particolare è possibile includere o escludere nel complesso, rispettivamente, le unità che per caratteristiche proprie consentano di bilanciare quelle delle combinazioni in essere nel contesto del gruppo e le unità aziendali non più compatibili con il sistema, in termini di assorbimento di risorse o di assetto patrimoniale. Sostanzialmente, con l'obiettivo di preservare l'equilibrio finanziario e patrimoniale, la localizzazione consente di isolare o espellere dal gruppo le unità devianti, la cui operatività è considerata pregiudizievole alla stabilità del complesso.

Il beneficiario primo di queste operazioni è certamente il soggetto economico e spesso anche a scapito dei soci di minoranza, se la preservazione dell'equilibrio finanziario e patrimoniale di una porzione del gruppo comprometta la situazione finanziaria di altri ambiti del gruppo (cui appunto partecipano dette minoranze) o se comporti la cessione o addirittura la liquidazione delle stesse unità perché la capogruppo ritenga non più utile o sostenibile salvaguardare.

In realtà, un gruppo, almeno non tutto, non è creato perseguendo esclusivamente, l'obiettivo della localizzazione dei rischi (come sarebbe per un investitore finanziario che deve costituirsi un portafoglio di investimenti diversificato). Un gruppo aziendale è, infatti, qualcosa di più, dove le colleganze, sia quelle dovute ai rapporti di partecipazione azionaria sia quelle funzionali (di ordine prettamente operativo così come di tipo finanziario), sviluppate fra le consociate, lo rendono per sezioni molto estese partecipe dei rischi correlati (e, quindi, non diversificabili). I legami infragruppo, infatti, possono bilanciare i rischi a livello di gruppo o sottogruppo (come in un portafoglio d'investimenti) ma possono generare anche fenomeni di trascinamento (a volte incontrollabili), tali da presentare ambiti di gruppo, in cui l'appartenenza allo stesso per le singole unità comporta un aumento e non una riduzione del rischio connesso alla gestione, nel senso che, per via delle consociate cui

¹⁵⁹ Localizzazione che però potrebbe acuire altre fattispecie di rischio quale quella di asistematicità dell'azione svolta, dovuta dalla possibile esistenza di cause di conflittualità (che portino a comportamenti disarmonici) e dall'effettiva efficacia dei mezzi atti a dirimerle. Tuttavia «la consapevolezza dei riflessi dispiegati sulle singole economie dalle sinergie e dai disequilibri di gruppo (dovrebbe spiegare in ogni caso) il declino del rischio di asistematicità». Cfr. L.Talarico, *Il gruppo gerarchico e il sistema dei rischi*, pagg. 186-187, Dissertazione di Dottorato di Ricerca in Economia Aziendale, IX ciclo, Pisa 1997;

sono legate, vengono ad essere partecipi di rischi, di cui, invece, risulterebbero esenti se estranee al gruppo¹⁶⁰.

3.6 Le asimmetrie interne rispetto all'equilibrio finanziario.

Chiarita la posizione assunta dai tre profili dell'equilibrio finanziario in un gruppo, ci si può chiedere ora se l'analisi dei valori di gruppo, pur considerati nella loro interezza con un meccanismo integrale di loro consolidazione, sia sufficiente per giudicare l'equilibrio finanziario dell'intero sistema. O, piuttosto, si deve aggiungere, a quest'ultima, quella dei risultati conseguiti da gestioni parziali del complesso, ossia, a livello di sotto-aggregato/i. La risposta al primo quesito è negativa per vari ordini di motivi coerenti con le argomentazioni già fatte a proposito dell'apprezzamento delle situazioni di equilibrio economico.

Innanzitutto, un'analisi che si limiti solo a livello di aggregato non sarebbe soddisfacente a tenere in giusto conto le istanze delle minoranze che afferiscono alle singole unità del gruppo e che sono portatrici di interessi potenzialmente diversi da quelli del soggetto economico e riguardanti l'ambito ristretto cui direttamente afferiscono: l'indagine condotta dovrebbe, infatti, essere in grado di riscontrare situazioni locali di disequilibrio finanziario, in cui sia pregiudicata la solvibilità e la preservazione dell'integrità del capitale e, quindi, ci si avvia verso crisi finanziarie.

Quanto detto è ancora più vero se si considera che è sempre possibile l'attivarsi di processi che diffondono il deterioramento finanziario all'interno del sistema, per le connessioni viste tra le varie parti di un gruppo, per cui è fondamentale prendere coscienza e dare la giusta importanza all'analisi delle situazioni finanziarie parziali, quando esse sono il potenziale innesco di una crisi di più vaste proporzioni.

Il processo di diagnosi e prevenzione dei meccanismi di deterioramento delle condizioni finanziarie di gruppo, infatti, risente della possibilità di percepire tempestivamente il loro attivarsi: occorre, quindi, un sistema informativo e di controllo efficiente (compresa

¹⁶⁰ In A.Lai, *Le situazioni di equilibrio economico finanziario di gruppo*, op.cit., pag.209, si legge che «per una singola unità aziendale, la modificazione del rischio finanziario legato all'appartenenza ad un gruppo non può essere compiutamente percepita considerando solo il potenziale effetto di bilanciamento da parte del sistema, se non viene verificata altresì la possibilità di un localizzato incremento del rischio insito nei vari business (o in gruppi omogenei di business) per effetto dei legami di complesso. ...Ne consegue che la percezione del rischio finanziario di gruppo non appare soddisfatta dall'osservazione del gruppo nel suo insieme, se non si accompagna alla considerazione delle relazioni tra unità e sottogruppi, suscettibili di produrre alterazioni interne, apparentemente irrilevanti in termini globali, ma capaci di estendersi con progressività o simultaneità estemporanea ad ambiti ulteriori del complesso».

l'adeguatezza dei soggetti ad esso addetti) perché si possa avvertire la disfunzione fin dal suo momento iniziale¹⁶¹.

Si è visto che, nell'ambito della *localizzazione dei rischi*, la capogruppo, di fronte ad una situazione di disequilibrio parziale, intaccante o no quello complessivo, potrebbe preferire l'abbandono di detta unità aziendale, o dei sottosistemi di gruppo interessati.

Il giudizio riguardo la preservazione, o no, della/e unità in difficoltà (come si è già detto per il collegato equilibrio economico) prenderà in considerazione le prospettive future dell'unità (e quindi del suo business), come anche l'utilità fornita al gruppo dalla sua permanenza (e in particolare delle risorse internalizzate in essa, anche se la si debba continuamente sovvenzionare da parte del sistema), la surrogabilità dei soggetti afferenti le stesse, e in generale, le conseguenze del venir meno delle sinergie attivate) ma anche la convenienza o la sostenibilità degli stessi piani di risanamento (in termini di intervento combinato di risorse sbloccate da altre parti del gruppo ed altre fatte affluire dall'esterno).

Quando ci si pone il problema dell'analisi dell'equilibrio finanziario di un gruppo, proprio come per quello economico, è bene avere coscienza delle relazioni che, tipicamente, nella gestione finanziaria sono state sviluppate fra le sue unità, in modo da poter attribuire una connotazione alle relazioni esistenti tra l'equilibrio percepito a livello di complesso e quello che si osserva nelle singole imprese del gruppo.

La domanda che si pone è «quando, in corrispondenza dell'equilibrio percepito a livello di complesso, si possa avere in senso autentico l'*equilibrio finanziario di gruppo*¹⁶²». Per rispondere al quesito si fa riferimento, proprio come per l'equilibrio economico di gruppo, all'analisi condotta da Lai, il Quale in una matrice (come quella di seguito riportata) rappresenta le possibili combinazioni fra equilibrio percepito a livello di impresa ed equilibrio percepito a livello di complesso (cioè osservato tramite i valori consolidati).

¹⁶¹ Cfr. P. Capaldo, *Crisi d'impresa e suo risanamento*, op.cit., in A. Lai, *Le situazioni di equilibrio economico-finanziario di gruppo*, op.cit., pag. 223.

¹⁶² Cfr. A. Lai, *Le situazioni di equilibrio economico-finanziario di gruppo*, op.cit., pag. 224, da cui è tratta la matrice nonché la relativa teorizzazione.

risultato finanziario percepito a livello di complesso

		<i>Si</i>	<i>No</i>
<i>Equilibrio finanziario in tutte le unità aziendali del gruppo</i>	<i>Si</i>	-Unità fortemente patrimonializzate -Gestione delle risorse finanziarie fra e nelle unità del gruppo I	- Basso ricorso alla leva azionaria -Autofinanziamento di gruppo incompatibile con lo sviluppo II
	<i>No (*)</i>	-Unitaria gestione finanziaria di gruppo -Posizioni finanziarie delle unità del tutto disomogenee IV	-Elevato indebitamento delle unità -Mancato coordinamento dei flussi fra e nelle unità del gruppo III

(*) Ci si riferisce al fatto che l'equilibrio finanziario non è raggiunto in tutte le unità. Si tratta quindi non solo di situazioni di disequilibrio generalizzato per tutte le unità del complesso ma anche di situazioni in cui coesistono unità aziendali in equilibrio e unità in disequilibrio.

Le situazioni, di cui al *primo quadrante*, vedono l'equilibrio finanziario e patrimoniale osservato sia a livello di ciascuna unità, che a livello di complesso. In questo caso, possono aver operato con successo (anche in modo concomitante) alcune delle seguenti condizioni. Una di queste è l'alta patrimonializzazione delle unità aziendali del gruppo attuata o attraverso la consistente presenza di mezzi propri accentrati presso l'holding (con il contemporaneo controllo pressoché totalitario delle unità del gruppo) oppure attraverso il ricorso diffuso alla *leva azionaria*, per cui la massa dei mezzi propri è fornita in modo abbondante dai soci di minoranza delle rispettive controllate. In quest'ultimo caso, la patrimonializzazione elevata delle controllate richiede il perseguimento della credibilità esterna delle stesse e dei progetti che le coinvolgono, necessaria a dare carattere durevole alla partecipazione dei soggetti di minoranza, disposti a partecipare ai rischi della loro gestione. Va da sé, che ciò richiede dal punto di vista economico, come si è detto, una

remunerazione congrua dell'apporto dei soci rispetto al rischio medesimo e, in una prospettiva ancora più ampia, il soddisfacimento delle rispettive attese.

Altra condizione corroborante potenzialmente situazioni del tipo rappresentato nel primo quadrante è l'attitudine (manifestatasi evidentemente con successo) del management della capogruppo, con il coordinamento di quello proprio di ogni controllata, di realizzare il governo integrato delle risorse finanziarie *fra e nelle* diverse imprese del gruppo. Ovviamente, quanto più è necessaria al perseguimento dell'equilibrio finanziario e patrimoniale di una porzione ampia delle unità aziendali la partecipazione estesa del capitale delle minoranze, tanto più critica si avvertirà tale attitudine ad un integrato governo del sistema (se la partecipazione alle controllate è estesa totalitaria tale governo integrato sarà pressato da meno vincoli).

La finanza di gruppo, di cui si è detto sopra, presenta diversi gradi di profondità di integrazione, anche insieme presenti nei vari ambiti del gruppo: essa può limitarsi alla copertura finanziaria degli impieghi attraverso i canali ordinari dell'indebitamento interno; oppure comprendere anche l'integrazione della tesoreria, al fine di realizzare il sincronismo di detta gestione (monetaria), attraverso la movimentazione a livello più accentrato delle risorse eccedenti maturate in determinate unità correlativamente al sorgere di scoperti temporanei in altre; infine, nelle forme di sinergizzazione finanziaria più complete, si provvede a pianificare e a regolare in modo unitario ed onnicomprensivo le diverse istanze finanziarie, il sistema di investimenti e di finanziamenti, sfruttando, rispetto ai fabbisogni, le sinergie (nei tempi e nei volumi) ed in relazione agli ultimi le economie di scala realizzabili nei rapporti con i terzi finanziatori.

L'insieme di queste condizioni non sono affatto sufficienti a spiegare il raggiungimento dell'equilibrio finanziario, possono però essere motivo di un facilitato conseguimento di un'equilibrata struttura delle fonti rispetto anche alla natura degli impieghi per la singola impresa. Quindi, consentono, insieme ad adeguati flussi reddituali, un più agile mantenimento di rapporti di indebitamento equilibrati presso le unità controllate e a selezionare per gli impieghi le fonti più compatibili con la natura del fabbisogno).

Il *secondo quadrante* rappresenta il caso in cui il raggiunto equilibrio finanziario da parte delle singole unità non è sufficiente a ripeterlo a livello complessivo. L'Autore identifica due situazioni egualmente compatibili con il quadrante in questione.

La prima è sostanzialmente la situazione opposta a quella vista nel primo quadrante, ovvero vi si assiste ad un basso livello di patrimonializzazione nella maggior parte delle unità della catena di controllo, dovuto ad un ricorso pressoché nullo al meccanismo della leva azionaria,

in altre parole, ad ogni livello della “catena” si ripete un controllo quasi totalitario delle imprese da parte dell’holding, che lascia poco spazio all’ingresso massiccio delle minoranze (e soprattutto dei loro apporti). In queste circostanze, è più che mai utile distinguere il capitale nominalmente conferito (qui tutto o quasi di provenienza di gruppo) dal capitale effettivamente disponibile alle singole imprese. In effetti, il finanziatore esterno, solo guardando il capitale nominale della singola controllata e assumendo una visione atomistica della stessa (cioè tralasciando ogni informazione più d’insieme), ricaverebbe una rappresentazione distorta del vero livello di patrimonializzazione, portandolo a giudicare favorevolmente l’idea di cedere credito all’impresa. A livello di singola impresa il rapporto di indebitamento non è preoccupante mentre, in realtà, il capitale è quello “duplicato” dalla capogruppo e fra gli impieghi figurano ingenti crediti vantati verso altre imprese del gruppo, a testimoniare l’uso delle consociate di gruppo come veicolo attraverso cui i mezzi finanziari vengono fatti transitare alle unità più lontane dalla holding.

E’ a livello di gruppo nel suo complesso che si pone di più il problema: il capitale proprio complessivo appare significativamente non superiore a quello dell’holding ed insufficiente a fronteggiare i rischi che la gestione di gruppo implica. In particolare, ad ogni nuovo allungamento della catena di controllo, si assiste all’incremento del grado di indebitamento del gruppo, dovendo reperire, consistentemente, mezzi di credito tratti dal mercato, giacchè ogni società che sorge è destinataria per i suoi investimenti di una dotazione di capitale proprio quasi tutta proveniente dai conferimenti dall’interno del gruppo e dato che i mezzi propri di gruppo rimangono sostanzialmente stabili (non essendo molto sviluppati gli apporti di minoranza nelle ipotesi fatte). E’ chiaro che in queste condizioni, la perdita netta riscontrata in una della controllate a valle si ripercuote rapidamente sull’assetto patrimoniale a livello complessivo, vi sono, cioè le «condizioni di sensitività della situazione alla compromissione dell’equilibrio di ciascuna unità¹⁶³».

La stessa situazione si può presentare nei gruppi in cui, confidando sulla efficienza interna di un sistema di tesoreria accentrata, la holding può incorrere in un sottosistema del livello fisiologico minimale di mezzi indispensabili per l’intero gruppo: di fatto, qui l’holding sta decidendo di non coprirsi dai rischi insiti nella gestione finanziaria propria e delle controllate, non fornendole di una robusta dotazione patrimoniale. Nel momento stesso in cui si dovesse verificare uno sfasamento nei flussi finanziari autoprodotti dalle varie unità, unitamente alla scarsa elasticità nel reperimento di altri mezzi a valere per l’intero gruppo,

¹⁶³ Come si afferma in A.Lai, *Le situazioni di equilibrio economico-finanziario di gruppo*, op.cit., pag.224.

“cadrebbe il castello di carte” perché verrebbero a mancare le fonti su cui si confida per la riallocazione interna presso i fabbisogni sfasati delle consociate.

Il secondo contesto in cui, a fronte delle situazioni locali di (apparente) equilibrio, si deve esprimere un giudizio di disequilibrio di gruppo, potrebbe consistere in un eccessivo livello di indebitamento dello stesso, come complesso, non evidenziatesi nelle singole imprese e che è dovuto all'insufficienza delle risorse finanziarie autoprodotte dalle stesse a fornire un adeguato sostegno al fabbisogno generato dallo sviluppo ideato nel progetto che il complesso intende perseguire.

Ciò che si nota dalle considerazioni fatte è che quasi mai la responsabilità di eventuali crisi finanziarie di gruppo sono addebitabili in via esclusiva ai gestori delle unità locali perché ha un ruolo rilevante la gestione finanziaria accentrata. Errori compiuti in quest'ultima attività possono essere origine dell'emergere di disequilibrio finanziario. Nell'ambito di queste decisioni centralizzate può avvenire la cessione delle risorse disponibili (quelle di una unità di gruppo con esuberi di liquidità) a vantaggio dei sottosistemi più deficitari di mezzi finanziari: infatti, queste imprese beneficiarie possono essere gestrici di business in sviluppo (d'interesse strategico per il soggetto economico), che, nelle fasi iniziali del loro ciclo di vita, necessitano del sostegno del gruppo, rientrando quindi nuovamente in considerazioni di convenienza tipiche dell'economicità super-aziendale. Tuttavia, l'integrità del capitale della consociata viene intaccata laddove non sia garantita l'esigibilità del credito concesso all'interno.

Il *terzo quadrante* vede il manifestarsi, in alcune o anche in tutte le unità del gruppo, le situazioni di disequilibrio finanziario, che portano a giudicare negativamente anche l'equilibrio finanziario di gruppo. E' possibile che la situazione d'insufficienza, sotto il profilo quantitativo, dei mezzi a disposizione di una o più imprese e l'eccessivo loro indebitamento rispetto ai mezzi propri (o di autofinanziamento), unita all'impossibilità ad accedere ad altre fonti¹⁶⁴, faccia sì che queste non siano in grado di permanere sul proprio mercato (rispetto alle esigenze di sviluppo ed innovazione che essa impone) e, per effetto delle colleganze con il resto delle consociate, ciò sia pregiudizievole dell'equilibrio del gruppo intero. Lo stesso vale se ad essere stato carente è il profilo temporale, per cui lo squilibrio è nella sincronizzazione tra impieghi assunti e flussi generati dalla gestione e ad esso, come al precedente, si accompagnano effetti di trascinamento destabilizzanti anche delle parti non direttamente interessate. Trascinamento dovuto all'incapacità della direzione

¹⁶⁴ Si può parlare anche di un'insufficiente dotazione di mezzi propri o interni rispetto al rischio di gestione da fronteggiare (qui dato ad es. dall'instabilità del business in cui si opera).

di gruppo di svolgere una programmazione finanziaria che, nell'operatività della gestione integrata della finanza, si dimostri efficace. A livello complessivo quindi non viene più a evidenziarsi un equilibrio poiché, anche in presenza di sbilanciamenti complementari di segno della gestione finanziaria delle consociate, il dissesto di alcune di queste è ormai eccessivamente più grave.

Il *quarto quadrante* evidenzia i casi in cui, nonostante la disomogeneità delle condizioni finanziarie delle singole unità, il sistema nel suo insieme è giudicato in equilibrio: si consegue così la continuità per unità aziendali che, se fossero esterne al gruppo, apparirebbero in situazioni particolarmente critiche. E' la solidità finanziaria e patrimoniale del complesso, cui appartengono che provvede ad assicurare il sostegno a tali unità:

- indirettamente, per via della riconosciuta fiducia che il gruppo possiede presso i soggetti terzi che provvedono a rinnovare il rapporto di finanziamento e di fornitura alle unità soggettivamente in disequilibrio, facendo affidamento sulla presenza alle spalle di ambiti in grado di garantire comunque la solvibilità;
- direttamente, con la direzione di gruppo che provvede a ricostituire le condizioni locali di equilibrio, attraverso l'aumento della dotazione di mezzi propri di queste unità (qualora erosi dalle perdite) o attivando i canali del credito interno, in modo funzionale al progetto di gruppo. Più spesso in questi casi, invece di ripristinare condizioni accettabili di struttura finanziaria dell'unità, se ne assicura la sopravvivenza provvedendo piuttosto ad assicurare l'equilibrio monetario nel brevissimo termine, in modo da consentire alle unità in difficoltà di assolvere sempre alle istanze più contingenti. Attività che è "sovvenzionata" dall'impiego dei flussi interni originatesi nelle imprese in eccedenza di fondi.

Naturalmente quest'ultimo tipo di intervento (limitato all'aspetto monetario della gestione) è idoneo in situazioni in cui il fenomeno da tamponare sia piuttosto circoscritto nel gruppo. Per le altre imprese l'obiettivo più opportuno è quello di addivenire al recupero di condizioni accettabili per la gestione finanziaria, anche passando per la ristrutturazione di tali unità, in modo da aumentare l'efficacia della gestione finanziaria integrata (meno assorbita dall'esigenza di tamponamento continuo dei momenti critici di alcune realtà del gruppo).

Si è detto che, nell'ambito di gruppi di imprese, in cui sia attiva una certa integrazione della gestione finanziaria e non solo, l'esistenza di asimmetrie interne, se non ben governate, potenzialmente può compromettere le stesse condizioni prospettiche di equilibrio del gruppo.

Se l'unità in cui stanno progredendo le condizioni di disequilibrio non è monitorata dalla direzione di gruppo, poiché facente capo ad un soggetto economico che la coinvolge più rispetto alle dinamiche complessive che a quelle locali, la stessa può giungere al punto in cui non vi sono più le condizioni per la sua continuità all'interno del gruppo, da cui quindi ne verrà espulsa.

In realtà, è probabile che nel frattempo si siano già sviluppati i più preoccupanti fattori di propagazione delle condizioni di disequilibrio, alcuni di questi legati alla *complessità* che connota la gestione integrata delle risorse di gruppo. Le economie ricavabili da tale integrazione dipendono, infatti, dalla reperibilità e messa in opera di aspetti di *complementarietà* dei profili finanziari fra le unità componenti il gruppo, sulla base delle quali attuare una programmata compensazione delle esigenze interne (e il connesso sistema di crediti/debiti interni): tutto l'impianto viene meno nel momento stesso in cui diventi più arduo rintracciare – nell'ambito dell'intero gruppo – suddetti profili finanziari complementari.

Un altro momento critico è quello dell'inglobazione nel gruppo di un'altra impresa a motivo dei tempi richiesti per riadattare il suo sistema informativo preesistente, rispetto alle specifiche di quello del gruppo, per permettere di attivare al più presto la sincronizzazione del controllo finanziario della nuova compagine organizzativa.

Anche per quanto riguarda il ripristino dell'equilibrio finanziario delle unità in dissesto, attuato tramite un intervento di gruppo, la gestione integrata delle risorse presenta la sua complessità. Il problema principale è la disponibilità o l'ostilità del management locale alla destinazione esterna (nel gruppo) delle risorse auto-prodotte o auto-procacciate, specie in considerazione dell'eventualità che le stesse divengano indisponibili per lungo tempo.

La situazione di squilibrio, e i meccanismi di propagazione o di ripristino, si caratterizzano sotto tre aspetti¹⁶⁵. Il primo è quello dell'*ampiezza* dello squilibrio che è riferita alla consistenza dello stesso, misurata in termini di ammontare di mezzi finanziari necessari al risanamento, ed anche al peso relativo delle unità o sottogruppo in dissesto (misurabile in termini di risorse in essa/o impiegate sul totale del complesso).

Il secondo aspetto è quello della natura dello squilibrio, rispetto al quale si può assistere ad alcune tipiche situazioni: ad esempio, l'insufficienza di mezzi propri (e quindi un eccessivo indebitamento) rispetto al totale dell'attivo da finanziare e all'aleatorietà insita nei realizzi di tali impieghi; oppure, nell'ambito del passivo, l'eccessiva presenza di passività correnti a fronte di un attivo quasi tutto immobilizzato; oppure, un dissesto dovuto al verificarsi di

¹⁶⁵ Cfr. A.Lai, *Le situazioni di equilibrio economico-finanziario di gruppo*, op.cit., pag. 243 e segg..

asincronici flussi in entrata ed in uscita (a causa di carenze nella programmazione), in concomitanza all'assenza di una opportuna riserva di liquidità; ma le vicissitudini finanziarie, si è detto, possono avere origine da perduranti situazioni di squilibrio economico, a fronte delle quali non si riesca a rigenerare il capitale assorbito dalle perdite.

Il terzo aspetto è quello della *velocità di propagazione* del disequilibrio che dipende dall'intensità dei legami tra le varie imprese del gruppo che fanno, appunto, da canali interni di propagazione per gli effetti di trascinamento nella catena. Sicuramente i legami, dovuti alle transazioni operative attuate in ragione dell'interdipendenza funzionale tra le unità, incidono sulla gestione finanziaria delle stesse in relazione ai tempi di regolazione monetaria delle dette transazioni. Le relazioni fra le unità del gruppo possono portare, però, lo stesso risanamento, attraverso l'attivazione dei flussi ascendenti volti a trasferire a monte i risultati positivi di gestione e flussi discendenti, anche collegati a flussi dall'esterno, destinati a irrobustire le controllate.

Sempre volta al risanamento di una controllata potrebbe essere la decisione di riposizionarla più a valle della catena di controllo, ovvero, in modo da far gravare il risanamento sui soci terzi rispetto a quelli della controllante (quindi usando la *leva azionaria*). Incide sulla fattibilità e i tempi del suo risanamento anche la possibilità di beneficiare la controllata in difficoltà dei mezzi finanziari provenienti da linee di credito esterne al gruppo, negoziate per l'intero complesso e ad essa destinate.

Si fa riferimento ad un *sistema di leva finanziaria* complessiva di gruppo che individua quindi come indirizzare i finanziamenti di gruppo alle unità aziendali nelle quali un ulteriore livello di indebitamento è compatibile, sotto il profilo finanziario e reddituale, con l'assetto economico-finanziario e che può essere eventualmente destinato ad irrobustire la struttura finanziaria delle unità a valle, sia con vincolo di credito sia con vincolo di capitale proprio (che, invece, non hanno la stessa "indebitabilità" esterna).

Ecco che una buona ragione a livello di gruppo della finanza aziendale offre molti spunti di facilitato raggiungimento o ripristino delle condizioni di equilibrio finanziario e patrimoniale delle imprese che ne fanno parte. Il moltiplicato numero di livelli di controllo che sovrastano o sottostanno l'unità oggetto di attenzione rende possibile per questa il mantenimento o recupero dell'equilibrio finanziario. I livelli a monte le permettono non solo il reperimento di *risorse fresche*, cui altrimenti non avrebbe accesso (o quantomeno con le stesse convenienze), ma anche di tramutarle, rispetto alle unità che le stanno a monte, nella veste di risorse attinte con vincolo di rischio oltre che continuarle a trasferire con vincolo di credito, seppur "interno" al gruppo. Dalle unità a valle, poi, l'irrobustimento patrimoniale

dell'impresa a monte viene favorito dalla redistribuzione operata da queste dei propri risultati reddituali, contribuendo al sostegno dei piani di sviluppo delle consociate.

CAPITOLO QUARTO

L'impresa come istituto economico destinato a perdurare nel tempo

E' noto che le imprese e più in generale, le aziende tutte, costituiscono strumenti nelle mani dell'uomo nati per soddisfare o appagare i suoi bisogni e le sue aspirazioni.

Per questa ragione le aziende sono state definite, anche, come “*istituti economici destinati a perdurare nel tempo*” in quanto l'uomo è portatore continuo di bisogni e aspirazioni ed una volta appagati alcuni di essi ne sorgono altri in continua evoluzione nel tempo.

Pertanto, colui o coloro che costituiscono o danno vita ad attività imprenditoriali o, più in generale, aziendali – debbono improntare le loro scelte decisionali non solo al perseguimento dei fini per i quali sono state create, ma anche a fare in modo che si creino le condizioni affinché esse possano perdurare nel tempo.

Nelle imprese questo concetto si esprime e si concretizza con l'espressione che “*le scelte operative debbono essere improntate a criteri di economicità*”. Economicità intesa come uso razionale delle scarse risorse disponibili e come continuo e profittevole scambio di mercato tra fattori produttivi acquisiti e prodotti o servizi ceduti.

Laddove non si realizzassero queste condizioni l'impresa entra in crisi nelle sue diverse forme e, come abbiamo visto nel paragrafo precedente, qualora non fosse in grado di superarla deve necessariamente porre fine alla sua attività facendo venir meno il suo contributo al soddisfacimento dei bisogni umani.

L'economicità è propria di ogni singola impresa, nel senso che ogni impresa deve perseguirla e realizzarla singolarmente, nell'ambito della propria attività operativa, ma talvolta può realizzarla in seno a più vasti complessi operativi per i vantaggi che ne trae o che ad esso apporta.

A tale proposito in dottrina si parla di economicità super-aziendale o di economicità collettiva¹⁶⁶.

In questi casi l'economicità aziendale, cioè la capacità dell'impresa a remunerare congruamente i fattori della produzione (condizione indispensabile per durare nel tempo) , non va più vista in riferimento alla singola impresa, ma va considerata in relazione al contributo che essa da e/o riceve in un contesto economico più ampio ma economicamente unitario.

¹⁶⁶ P. Onida: Economia d'azienda pag.

Non sono rari i casi in cui imprese precedentemente in perdita vengono mantenute in vita per i vantaggi che esse arrecano al gruppo cui appartengono o che, isolatamente considerate, non sono economiche e invece lo diventano entrando a far parte di un gruppo per i vantaggi che ne traggono.

In dottrina si esprime questo concetto parlando di:

- economicità in seno al gruppo;
- economicità in funzione del gruppo,
- economicità collettiva o macroeconomicità.

Con la prima espressione si intende fare riferimento a quelle imprese che fuori dal gruppo non sono economiche (e quindi sarebbero destinate alla liquidazione o, peggio, al fallimento) e diventano economiche entrando a far parte di un gruppo di imprese con le quali creare sinergie operative, o altri vantaggi gestionali ed organizzativi, con risparmio di risorse e miglioramento dei risultati.

Le imprese del secondo tipo, invece, sono imprese che, nonostante i vantaggi, neanche dentro il gruppo riescono ad essere economiche ma vengono ugualmente mantenute in vita per i vantaggi che esse creano alle altre aziende del gruppo e l'eventuale loro anticipata liquidazione creerebbe al gruppo maggiori danni della perdita da essa periodicamente sofferta.

In questi casi è conveniente per il gruppo accollarsi ogni anno la perdita di detta impresa compensata dalle utilità che ne traggono dal suo mantenimento in vita.

Analogo ragionamento può essere fatto riguardo alla economicità collettiva o macroeconomicità. Qui ci troviamo di fronte analogamente ad imprese non economiche ma che vengono mantenute in vita, o addirittura costituite, in virtù delle utilità arretrate alla collettività di una determinata zona, di una regione o dell'intero paese. Si parla, a tale proposito, di economie esterne all'impresa o all'azienda valutata ed evidenziata dall'Ente pubblico (Stato, Regione, Comune..) che le controlla e che contribuisce a mantenerle in vita. Si è fatto riferimento a questi brevi cenni dottrinali perché normalmente si sostiene che aziende non economiche, o peggio, in crisi (cioè senza neppure una prospettiva futura di uscire dalla difficile situazione economico-finanziaria che le affligge) sono destinate inevitabilmente ad essere liquidate onde evitare il fallimento.

Nella seconda parte di questo lavoro viene, appunto, affrontato il caso del Gruppo FIAT che in questi ultimi anni si è trovato ad affrontare tematiche del tipo sopra delineato.

CAPITOLO QUINTO

1998-2006- Analisi Economico-Finanziaria del Gruppo Fiat

5.1 Considerazioni generali

Si è visto nelle argomentazioni delle precedenti pagine come di fronte ad un gruppo uno dei problemi che per primo si pone è quello di identificare i confini del fenomeno che si vuole esaminare. La definizione di gruppo aziendale finora accolta assume come punto di riferimento principale la presenza di un unico soggetto economico per diversi soggetti giuridici.

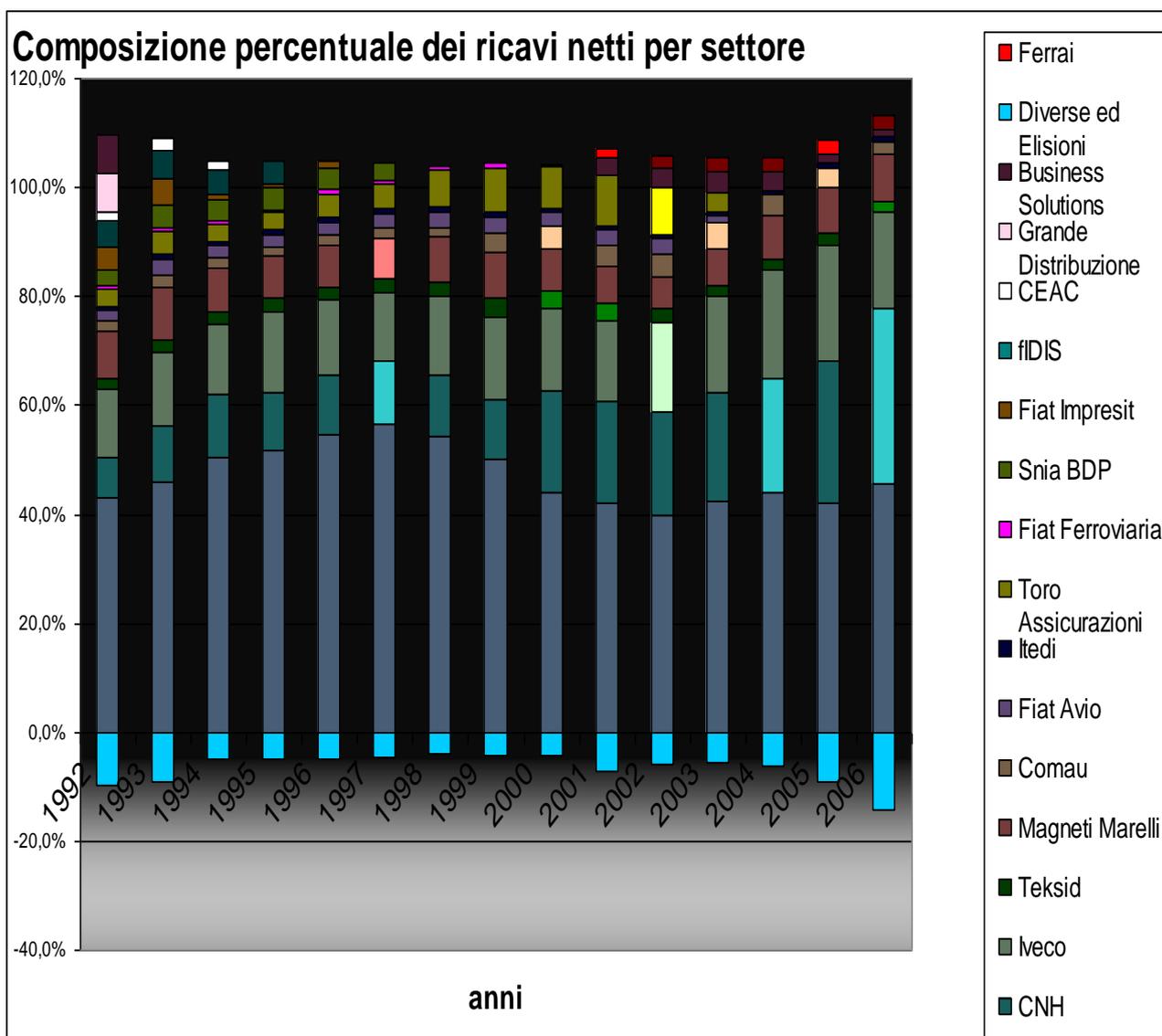
Tuttavia, adottando tale punto di riferimento per il caso Fiat, il gruppo sarebbe ben più ampio di quello di cui si dà rappresentazione contabile nel bilancio consolidato che si vuole prendere in considerazione: infatti, si dovrebbero includere tutte le partecipazioni –dirette ed indirette- dell'IFIL S.p.a., o ancora dell'accomandita “Giovanni Agnelli & C.”.

In questo caso l'indagine riguarderà più direttamente la performance economico finanziaria del gruppo Fiat così come composto dalle imprese incluse nell'area di consolidamento, senza con ciò escludere l'importanza dell'appartenenza del gruppo Fiat al più ampio sistema delle partecipazioni Agnelli.

Il gruppo Fiat al 31.12.2006 risultava composto da **12 settori operativi**, di cui i più importanti appartengono all'industria “automotoristica” (effettivamente al 31.12.2006 le attività automotoristiche rappresentavano il 95% delle vendite totali ed il 90% del capitale investito netto).

I settori più influenti sui risultati complessivi del gruppo sono stati principalmente:

- 1) Il settore **Automobili**, che ha come caposettore Fiat Auto Holdings B.V., con i marchi Fiat, Lancia e Alfa Romeo per le autovetture e con il marchio Fiat per i veicoli commerciali. Il settore offre a fornitori, dealer e clienti un sistema di servizi automotoristici attraverso Targasys (a proposito della quale, il 50% della partecipazione in essa detenuta è stata ceduta nel 2003) e di servizi finanziari (di credito al cliente e alla rete) attraverso Fidis (ceduta per il 51% nel 2003). Gli esercizi in cui il gruppo ha ottenuto i maggiori utili consolidati sono proprio quelli in cui Fiat Auto ha registrato i maggiori volumi di ricavi netti e utili (e ovviamente vale il viceversa).



- 2) Il settore delle **Macchine per l'agricoltura e le costruzioni**, guidato da CNH Global N.V. (nata nel 1999 dalla fusione fra New Holland e Case), che riunisce sotto di se diversi marchi operanti nel mercato (New Holland, Case IH, Flexil-Coil, Steyr e delle macchine per le costruzioni con i marchi Case, New Holland Construction, Fiat-Hitachi, O&K, FiatAllis e Kobelco). Anche questo settore è corredato da società che forniscono servizi finanziari a favore dei propri clienti finali e dei concessionari dei marchi CNH con CNH Capital, Case Credit e New Holland Credit.
- 3) Il settore dei **veicoli industriali**, è guidato da Iveco N.V. Il settore progetta produce e vende una gamma completa di veicoli industriali (con i marchi Iveco, Iveco Pegaso, Iveco Ford e Seddon Atkinson), di autobus con i marchi Iveco e Irisbus e motori diesel con il marchio Aifo. Il settore offre servizi finanziari attraverso Transolver, compreso il noleggio a lungo termine di veicoli con Fraikin.

- 4) Il settore della **componentistica autoveicolistica a elevato contenuto tecnologico** (con marchi principali Magneti Marelli, Carello, Automotive Lihting, Cofap, Jaeger, Solex, Veglia Borletti, Vitaloni e Weber).
- 5) Dal '99 al 2002 ha assunto rilevanza notevole il settore costituito dal **Gruppo Toro Assicurazioni**, con i ricavi netti passati dai 1.030 mln di euro del 1992 ai 4.916 mln di euro del 2002 (ultimo anno in cui le attività assicurative sono state integralmente consolidate per l'intero esercizio).

Quindi, i business automotive hanno un ruolo centrale nell'economia del gruppo ed è evidente che il settore automobili è attualmente il business più importante del gruppo data la sua partecipazione alla formazione sia dei ricavi netti che del risultato operativo. Di conseguenza, la performance dello stesso settore ha rilevanza maggiore di quella di ogni altro nella rappresentazione fornita dai bilanci consolidati del Gruppo Fiat.

Trascurare gli altri settori sarebbe tuttavia decisamente fuorviante. Il ruolo dei settori correlati al *core business*, poiché producono materiali (Teksid), componenti (Magneti Marelli), mezzi di produzione (Comau-Pico) utilizzati nell'ambito del gruppo (ma venduti anche ed in alcuni casi soprattutto sul mercato come è il caso di Magneti Marelli) è fondamentale da un lato perché è da essi che più spesso si avvia l'innovazione che consente di qualificare il prodotto finale sul mercato e dall'altro perché lo stesso sistema di sotto-settori può essere utilizzato per costruire una strategia di dominanza nei processi a monte della filiera dell'automobile, facendo da "ponte" per accordi, alleanze strategiche e joint-ventures che consolidino la posizione di leadership in ognuna di queste produzioni.

Da qui viene alla luce la possibilità di un gruppo industriale di grandi dimensioni di utilizzare strumenti, quali le alleanze e le acquisizioni, che accelerano il conseguimento delle posizioni di eccellenza e di leadership competitiva nei diversi business grazie soprattutto alla disponibilità degli uomini e delle risorse finanziarie eventualmente necessarie per finanziarle.

5.2 Le strategie di un gruppo industriale e caratteristiche dei settori di operatività

La gestione dei settori del gruppo avviene all'interno di un disegno progettuale che è stabilito in comune dal management del settore e da quello del Gruppo e che comporta la realizzazione di iniziative che coinvolgono trasversalmente le principali società del gruppo. A proposito, si afferma che, «l'appartenenza al gruppo significa per tali imprese essere inserite nelle maglie di un processo decisionale integrato che aggiunge sostanza gestionale al fatto formale del controllo azionario»¹⁶⁷. Le operazioni che hanno rilevanza strategica per un singolo settore del gruppo si caratterizzano per essere un intervento dell'intero gruppo (guidato dal suo azionista di comando) che ha ricadute sugli esiti gestionali consolidati.

Rispetto alla definizione delle scelte a valenza strategica che riguardano l'intero gruppo, ha ruolo determinante il soggetto economico. Si legge, a proposito, che «... sembra di poter dire che nel caso Fiat il gruppo rappresenta l'area della gestione, di pertinenza del management, mentre all'azionista fa capo l'area dell'allocazione delle risorse, delle scelte di portafoglio, della diversificazione dei business»¹⁶⁸.

Quindi, per la comprensione delle strategie seguite dal Gruppo Fiat, si deve anzitutto ricordare che esso è collocabile nella categoria dei “**gruppi industriali**”. I *gruppi industriali* sono quelli in cui l'holding oltre ad essere attiva sul fronte della nomina degli amministratori delle controllate (alle quali attribuisce obiettivi di ordine reddituale e finanziario sulla base dei quali parametrizza la sua supervisione), interviene fin sulla stessa definizione delle strategie competitive delle aziende controllate. Ogni impresa del gruppo opera quindi nell'ambito di orientamenti strategici unitari e coerenti con l'ottica d'insieme propria della capogruppo. Le strategie hanno **come priorità il rafforzamento del vantaggio competitivo d'insieme o di gruppo**.

Questo tipo di comportamento della capogruppo presuppone l'esistenza di relazioni fra i business coinvolti nell'aggregato aziendale, che sono le relazioni su cui far leva come opportunità di potenziali sinergie da cui poter ricavare i vantaggi competitivi. Si afferma spesso nelle pubblicazioni finanziarie del gruppo che l'appartenenza al medesimo, fondata su valori condivisi e politiche comuni, permette a ciascuno dei suoi business di sfruttare sinergie di esperienze e risorse tecnologiche, finanziarie ed umane di cui singolarmente non potrebbero beneficiare.

¹⁶⁷Cfr. P.M.Ferrando, *Struttura e sistema di governo di un grande gruppo privato. Il caso Fiat* in L. Caselli, P.M.Ferrando, A. Gozzi, *Il gruppo nell'evoluzione del sistema aziendale*, Franco Angeli Libri, Milano, 1990; pag.162 e segg..

¹⁶⁸ Vedi nota precedente.

Il caso Fiat è quindi anche il caso di un gruppo in cui l'holding "governa risorse", ciò significa che le "catene del valore" delle diverse attività del gruppo sono progettate e riprogettate in modo che si configurino adatte al continuo trasferimento di abilità da una catena all'altra o alla gestione in comune di specifiche attività.

Il gruppo Fiat presenta una situazione per cui le aziende pur godendo di una vitalità propria sono interessate da un'alta attività di coordinamento del soggetto economico tesa ad esaltare dette condizioni al fine di massimizzare la vitalità complessiva di gruppo; in particolare, l'equilibrio di gruppo è solo in parte spiegato da quelli delle unità aziendali, per l'altra parte esso è dovuto alle condizioni create dall'intreccio di relazioni esistenti tra le unità.

Da questa prima interpretazione dei connotati del Gruppo Fiat si giunge ad affermare che in esso è rilevante analizzare da un lato l'equilibrio di sistema (ovvero, quello a livello complessivo) e dall'altro, i sempre significativi "equilibri locali" in termini di significatività dell'indagine.

Questo contesto di gruppo potrebbe essere l'ultimo stadio di un processo di progressivo decentramento di un'azienda inizialmente unica che, nello sviluppare le sue dimensioni, è passata da un iniziale modello organizzativo monocentrico ad uno policentrico, quello divisionale, per poi riconoscere alle sue divisioni, che nel frattempo hanno sviluppato competenze proprie, l'indipendenza. La costituzione del gruppo a partire dalle divisioni è fondata dalla volontà di separare l'equilibrio complessivo in più equilibri locali, più efficacemente perseguibili a tale livello¹⁶⁹.

Per il Gruppo Fiat possono essere riportati alcuni esempi della direzione unitaria in esso presente. **Nel periodo scelto per l'analisi, infatti, il gruppo è stato impegnato nel miglioramento della sua complessiva efficienza e flessibilità.** A tale scopo, mentre da un lato si è provveduto ad esternalizzare le attività non-core a partner terzi in grado di sviluppare più grandi economie di scala, dall'altro, con lo stesso fine, si è mantenuta la linea dell'**insourcing** di processi quali quelli amministrativi, dell'information technology, dei servizi di supporto alle attività industriali svolte.

Si tratta di attività che possono essere realizzate a beneficio di più società del gruppo, «massimizzando così i vantaggi che nascono dall'insieme delle comunanze di prodotto, di rete, di tecnologia,...»¹⁷⁰. Sono state quindi istituite delle unità operative specializzate in ognuno dei principali paesi di operatività del gruppo: si tratta di centri di eccellenza in grado di svolgere a vantaggio dei diversi business del gruppo (anche se non sono precluse forniture

¹⁶⁹Sul punto cfr. V. Coda, *La progettazione delle strutture organizzative*; Franco Angeli, Milano, 1983.

¹⁷⁰ Cfr. C. Signoroni, *Ma il valore è della strategia*, *Il sole 24 ore*, 24 Luglio 1987;

esterne) servizi di più alta qualità e al minor costo¹⁷¹. Se ne può fare un lungo elenco di tali società:

- Fiat Gesco, in cui si concentrano le attività amministrative del Gruppo (contabilità e attività di reporting finanziario, della tassazione e dei management);
- Fiat Finance S.p.a., che fornisce a livello centralizzato il servizio di gestione della tesoreria delle società del Gruppo, così come attività di consulenza finanziaria;
- Fiat Se.p.in., che si occupa della selezione, amministrazione e gestione del personale;
- Isvor Fiat, che fornisce al gruppo, alle sue reti di rivenditori, ai fornitori e a terze parti servizi di training e formazione del personale e di consulenza su tali attività;
- Fiat Revi, che si occupa di attività e servizi connessi all'organizzazione contabile e all'attivazione di sistemi e procedure di controllo interno;
- Sisport Fiat che promuove e sviluppa attività sportive e si occupa della gestione degli impianti ricreativi;
- Elasis, società di ricerca e sviluppo per l'ingegneria automobilistica;
- Fiat Information & Communication Services, società che si occupa di attività e servizi per la comunicazione, gestisce il centro storico Fiat che raccoglie la collezione storica di vetture Fiat;
- Sirio, società di servizi per la sicurezza aziendale;

L'attività principale della capogruppo resta l'attività finanziaria, ovvero l'opera di direzione centralizzata della finanza dell'intero Gruppo. A tal scopo, Fiat S.p.a. all'inizio del 1993 ha decentrato nella controllata Fiat GE.VA S.p.A., al 2006 Fiat Finance S.p.A. le strutture operative dedicate all'attività di gestione finanziaria. Tra i servizi forniti, vi è la consulenza e l'assistenza alle società del gruppo in materia di finanziamento di specifici progetti nonché nell'ambito della gestione di tesoreria e attività a supporto dei flussi commerciali import/export (in particolare, la valutazione e gestione dei rischi di cambio connessi). Nello svolgimento a livello centrale di tali operazioni, si presiede e si ottimizza la movimentazione dei flussi finanziari infragruppo.

Di certo, la capogruppo ha un ruolo fondamentale nel reperimento delle fonti di finanziamento a valere per l'intero gruppo. A partire dal fabbisogno finanziario strutturale, gran parte degli aumenti di capitale di cui hanno goduto le diverse società deriva dalle

¹⁷¹ L'obiettivo è anche quello di creare opportunità maggiori di sviluppo professionale di alcune tipologie di risorse umane (quelle maggiormente spendibili a livello diversificato) di cui ne possano beneficiare le diverse realtà del gruppo.

risorse raccolte dagli aumenti di capitale in primo luogo realizzati da Fiat S.p.a. (in quanto la stessa ne è la principale azionista) e dalle fonti di capitale di credito cui accede.

Il caratterizzarsi come gruppo industriale ha, come ulteriore conseguenza il fatto che anche le operazioni di acquisizione sono spinte dalla volontà di correlare in tempi brevi e soprattutto con successo le attività di nuova annessione sfruttando le sinergie presenti, in quanto la loro stessa acquisizione è guidata dalla capacità delle stesse di migliorare il **vantaggio competitivo** delle unità che pre-compongono il sistema. Ne consegue che la strategia generale è quella di costituire un gruppo il cui valore (del patrimonio netto è l'espressione dello stesso sul mercato azionario) deve essere maggiore della somma dei valori delle singole attività prese una per una¹⁷².

Si legge¹⁷³ che nel caso Fiat la selezione del portafoglio di business (ossia decidere quali attività sviluppare e quali no, quali acquisire e dimettere, costituire accordi e alleanze o meno) si basa sui seguenti parametri:

- leadership tecnologica;
- leadership di mercato;
- correlazione di gruppo;
- redditività e solidità finanziaria;

Questi parametri possono essere combinati fra loro in modo da valutare il *potenziale competitivo* ed il *valore di gruppo* dei singoli business.

Il potenziale competitivo di un business (di un'impresa già del gruppo o di una candidata all'acquisizione/costituzione) aumenta all'aumentare del grado di leadership tecnologica e della solidità della posizione di mercato. Il valore di gruppo invece aumenta all'aumentare congiuntamente della correlazione delle attività con le altre gestite dal gruppo (ossia il valore del gruppo risulta positivamente influenzato dal potenziale di sinergie attivabili dall'annessione o permanenza della detta attività) e della sua redditività e solidità finanziaria (che misura il contributo in termini economici e finanziari che da quella stessa attività può venire). Valutati il potenziale competitivo ed il valore di gruppo, è possibile posizionare il business su di una griglia di selezione attraverso cui discriminare tra quelli accettabili e quelli che al contrario non lo sono.

Oltre al fronte della crescita dei settori "automotive" tramite acquisizioni all'esterno (o anche dette di gestione di portafoglio), contemporaneamente sono state intraprese iniziative

¹⁷² Cfr. L. Caselli, P.M.Ferrando, A.Gozzi, *Il gruppo nell'evoluzione del sistema aziendale*, op.cit., pag. 162 e segg..

¹⁷³ Per quanto segue cfr. Signoroni, *Strategie e struttura organizzativa nel gruppo Fiat*, intervento al seminario *L'impresa rete*, Istituto Rso, Camogli, 2-4 Giugno 1988.

di rafforzamento per linee interne attraverso progetti di razionalizzazione delle strutture, innovazione e potenziamento dell'offerta di prodotti e servizi e lo sviluppo di partnership con i fornitori e le reti distributive esterne.

L'obiettivo è di produrre internamente, a vantaggio delle imprese del gruppo, una serie di servizi che consentano di sfruttare al meglio le rispettive risorse e che potenzino la rispettiva capacità di fornire prodotti e servizi a maggiore valore aggiunto ai propri clienti: un esempio è lo sviluppo di comuni servizi finanziari ed assicurativi per Fiat Auto, CNH ed Iveco. In questo senso la capogruppo Fiat S.p.a. ha provveduto a realizzare una serie di investimenti a vantaggio del gruppo come la creazione, nel 1999, della Joint-venture Ciaoholding N.V. ("Ciaoholding"), posseduta in ugual misura dal gruppo e da IFIL S.p.a. ("IFIL"), per la realizzazione del portale internet *Ciaoweb*, il cui scopo è stato quello di supportare l'offerta on-line di prodotti e servizi da parte delle reti commerciali del gruppo.

Sempre in linea con il miglioramento dell'efficienza, sono stati attivi a livello trasversale tra le società del gruppo i progetti *Nova* e *Professional*. Il primo (che ha interessato gli anni 1999-2000) è stato ideato con lo scopo di identificare nuovi metodi per le attività di supporto ai core-business e soprattutto per ricercare metodi che ne riducano complessivamente i costi: ha previsto, ad esempio, l'individuazione di opportunità di creazione di centri di servizio comuni fra più unità aziendali e di reengineering di processi con l'obiettivo di procurare risparmi di costo dell'attività di supporto del 20% nel biennio 1999-2000 (obiettivo conseguito per complessivi € 500 mln nel 1999 e nel 2000 come testimoniato dalla riduzione dell'incidenza sui ricavi netti della voce Spese Generali).

Il progetto *Professional* è stato avviato nel 1998 a Londra con la costituzione di un'apposita società ed è stato finalizzato ad aumentare il livello di competitività aziendale delle unità attraverso la crescita del patrimonio di competenze individuali e collettive. Nell'ambito del progetto si è provveduto a rilevare le competenze degli oltre 25000 dirigenti Fiat nel mondo in modo da sviluppare un modello di accrescimento delle competenze intersettoriali ed internazionali dei manager che sfrutta la capacità del gruppo di fornire occasioni di esperienze in differenti funzioni, aziende, settori, paesi per il training del proprio management.

A livello di gruppo viene svolta anche dell'attività di incentivazione del personale, quale il premio del risultato che riguarda i dipendenti delle maggiori aziende metalmeccaniche del gruppo in Italia. Il premio è essenzialmente legato all'andamento della redditività del gruppo e al raggiungimento di obiettivi di qualità.

Il management Fiat ha ideato un apposito parametro per la valutazione della performance del gruppo, il “**value creation**” che è calcolato come differenza tra il risultato operativo del gruppo (che include anche e pro-quota il risultato operativo delle controllate e collegate non consolidate) e l’ammontare del Capitale Netto Investito del gruppo per lo stesso periodo di riferimento moltiplicato per un ipotetico tasso di ritorno su di esso (tasso calcolato per ogni settore tenendo conto del tasso d’interesse corrente aggiustato per il rischio delle attività operative del gruppo).

Nel periodo considerato il gruppo Fiat ha completato una serie di **acquisizioni** e **disinvestimenti** allo scopo di concentrare il portafoglio di attività sul settore “automotive” e di aumentare la forza competitiva delle imprese che già vi operano: l’impegno è stato quello di creare posizioni di leadership nei mercati serviti.

Sempre in questo solco vanno inserite le operazioni volte ad espandere la presenza commerciale degli stessi settori nei mercati emergenti¹⁷⁴ dell’America Latina, dell’Est Europeo e dell’Asia, interpretati dagli strateghi Fiat come i mercati con le migliori opportunità di crescita al mondo¹⁷⁵. La via prescelta per l’organizzazione della prima presenza sul posto è stata quella della costituzione di Joint-Venture con proprietà condivisa al 50% con soggetti locali, di cui si sfrutta principalmente la preesistenza sul mercato e la manodopera. Il coinvolgimento di soggetti locali è spesso l’unico modo per entrare in determinati mercati.

Ne è derivata una progressiva internazionalizzazione del gruppo: basti pensare che nel 1990 solo il 45% dei ricavi netti di vendita proveniva da oltre i confini italiani, mentre nel 2000 la percentuale era salita oltre il 67%. Si tratta di investimenti di lungo periodo la cui convenienza e sostenibilità è tuttora difficile da comprendere appieno. Sicuramente gli attuali sviluppi del mercato cinese (ormai in forte crescita) fanno ben sperare per il gruppo Fiat data la sua prima presenza su questo mercato.

Gran parte del processo di focalizzazione del gruppo è avvenuto entro il 1999, ma altre importanti operazioni di disinvestimento hanno riguardato il 2000 ed il 2003.

¹⁷⁴La definizione di emergente risale al 1999. Oggi, l’economia cinese conosce livelli di crescita probabilmente inimmaginabili allora.

¹⁷⁵ Si vedano per la Cina la costituzione di una serie di Joint-Venture da parte di Iveco per la produzione di veicoli commerciali leggeri e passeggeri (fin dalla seconda metà degli anni ’70). In Cina, Iveco opera con le Joint-Ventures, per metà di proprietà Iveco, Naveco (per la produzione di pulmini leggeri) e Haveco (per la produzione di cambi). Altre Joint-venture cinesi competono a CNH; per Egitto, Cina e India sono state costituite Joint-venture da parte di Fiat Auto per la produzione e la distribuzione delle auto della linea “World Car” (Fiat Uno, Palio e Siena); lo stesso dicasi per la Turchia ed il Brasile in cui non solo Fiat Auto ma anche Iveco ha stabilito da decenni alcune linee di produzione di motori.

L'aspetto più importante da mettere in rilievo, prima di ogni altra considerazione, è la notevole sensibilità della rappresentazione fornita dal bilancio consolidato rispetto a tali operazioni di acquisizioni e dismissioni in termini di variazione di area di consolidamento. In generale, le operazioni volte alla focalizzazione delle attività del gruppo hanno avuto due generi di macro effetti:

- effetti di variazione dell'area di consolidamento;
- aumento del livello di indebitamento del gruppo e progressivo irrigidimento del conto economico a causa del crescente peso dei risultati negativi della gestione finanziaria;

Le operazioni di acquisizione e disinvestimento hanno avuto **effetti sull'area di consolidamento** e hanno ad esempio determinato gran parte delle variazioni nei valori presenti in bilancio nel 99 rispetto al 1998. L'operazione più significativa è stata l'acquisizione da parte di New Holland di Case (il 100%) il 12/11/99 (ad un costo di € 4600 milioni), a seguito della quale New Holland ha assunto la denominazione di CNH Global N.V., che da allora è il più importante produttore mondiale di macchinari agricoli e il terzo per quanto riguarda i mezzi di costruzione. Di interesse è anche l'acquisizione di Pico da parte del gruppo, i cui risultati (così come quelli di alcune sue controllate) sono stati consolidati a partire dal 1999 in Comau, evidenziati dal passaggio dei ricavi netti da € 843 mln del 1998 a € 1693 mln del 1999.

Per completezza di seguito vengono riportate le altre principali modifiche dell'area di consolidamento:

- **Fiat Auto** ha consolidato integralmente la Fiat India Automobiles Ltd. E la sua controllata Ind.Auto Ltd., in seguito alla crescente importanza assunta dalle sue attività in India. A partire dal 1° Luglio 2000 la caposettore non è più Fiat Auto S.p.a. (o Fiat Auto Partecipazioni S.p.a.), ma Fiat Auto Holdings B.V. partecipata fino al 20% al 2001 da G.M. Dal 2003, Fiat Auto ha ceduto e deconsolidato Fidis Retail Italia e le attività di finanziamento retail Brasiliane. Nel 2005 GM ha pagato a Fiat 1,56 miliardi di euro per risolvere il Master Agreement, inclusa la cancellazione della put-option, lo scioglimento della Joint-venture e la restituzione a Fiat della partecipazione del 10% di GM nella Fiat Auto Holdings B.V. Sempre nel 2005 sono state consolidate in Fiat Powertrain Technologies le attività a suo tempo confluite nella Joint-venture Fiat-GM Powertrain di cui Fiat ha riacquisito il controllo in seguito allo scioglimento del Master Agreement. Nel 2006 Fiat Auto e Crédit Agricole hanno completato l'operazione per la costituzione di una joint-venture paritetica denominata Fiat Auto Financial Services, che svolgerà le principali attività di finanziamento di Fiat Auto; sempre nel 2006 Fiat Auto esercitando l'opzione, ha acquistato da Synesis Finanziaria il 51% di Fidis Retail Italia.
- **Iveco** ha consolidato con il metodo proporzionale (50%) la Naveco Ltd., società cinese di produzione e veicoli industriali, e la Joint venture (50%) Irisbus, in cui la Iveco e Renault V.I. hanno apportato le rispettive attività del comparto autobus. Nell'ultimo semestre del 1999 ha acquisito il Gruppo Fraikin, leader del mercato francese nell'attività di noleggio a lungo termine di veicolo industriali, le cui attività sono state consolidate per l'intero

esercizio a partire dal 2000 e, a seguito della sua cessione, deconsolidate dal 2003. Nel 2005 Iveco ha ceduto a Barclays Mercantile Business il 51% di Iveco Finance Holding, ed ha acquisito il controllo del capitale di Leasys, Joint-Venture con Enel nel settore del noleggio e gestione delle flotte aziendali.

- **CNH** ha consolidato per l'intero anno con il metodo integrale l'azienda tedesca O&k Orenstein & Koppel A.G. (macchine movimento terra), acquisita a fine 1998, e la società polacca New Holland Bizon Sp. Zo.o. (mietitrebbia), acquisita nel Luglio 1998. A partire dal 2000, CNH Global ha consolidato il gruppo Case, acquisito nell'ultima parte del 1999, e il gruppo Flexil-Coil, leader nel settore dei sistemi di semina di precisione, la cui acquisizione è stata completata nel mese di Gennaio 2000. Nel 2003 ha consolidato con il metodo integrale Kobelco.
- **Teksid** ha consolidato integralmente la società Meridian Technologies Inc. (magnesio) ed è stata inoltre deconsolidata la divisione Acciai, per l'avvenuta cessione alla Neumayer GmbH. Nel 2006 ha ceduto l'intera partecipazione detenuta nella società Bretonne de Fonderie et Mecanique.
- **Magneti Marelli** ha consolidato integralmente le attività europee acquisite dal Gruppo Midas (centri di riparazione rapida), per contro ha ceduto l'80% delle attività Macchine Rotanti e ha proseguito nella cessione di linee di prodotto non strategiche. È stata poi consolidata integralmente la joint venture paritetica Viasat, costituita con Telecom Italia e operante nel settore della infomobilità. Dal 2000 Magneti Marelli ha ceduto una serie di divisioni non "core" (quali le Lubrificanti e Retrovisori, la divisione Sistemi Termici e le attività dei Sistemi Sospensioni e Ammortizzatori).
Magneti Marelli ha consolidato dall'inizio del 2000 con il metodo proporzionale il 50% della Joint venture con Bosch, nell'area dei sistemi di illuminazione, ed il 100% del Gruppo Seima, leader europeo nel settore della fanaleria posteriore. Inoltre, a seguito dell'avvenuta cessione, Marelli ha deconsolidato dal 1° gennaio 2000 le divisioni Lubrificanti, Componenti Meccanici e Alimentazione e dal 1° luglio 2000 la divisione Retrovisori. Nel 2005 ha incrementato la propria partecipazione e quindi acquisito dal gruppo turco Koc il controllo di Mako Elektrik Sanayi Ve Ticaret A.S., società operante nell'ambito dell'illuminazione per autoveicoli.
- **Fiat S.p.a.** ha acquistato il Gruppo Pico (Progressive Tools & Industries Co.), leader nel mercato americano della produzione dei sistemi di carrozzeria, settore in cui già opera Comau. I risultati di Pico sono stati già consolidati nel Gruppo Fiat con effetto dal mese di Maggio. A partire dal 2000 Comau ha consolidato per l'intero esercizio l'attività del Gruppo Pico. Il settore Comau/Pico ha consolidato con il metodo integrale la società Renault Automation (macchine ed impianti per lavorazioni di componenti motoristici) e le attività Sistemi di Carrozzeria della società francese Sciaky S.A.
- **Toro Assicurazioni** ha acquistato in dicembre le attività francesi del Gruppo Guardian Royal Exchange, attivo principalmente nel comparto Vita e nel settore delle gestioni patrimoniali. Quest'ultimo è stato consolidato per l'intero esercizio a partire dal 2000. Da segnalare infine l'esborso finanziario pari a 622 milioni di euro per le Offerte Pubbliche di Acquisto su azioni Toro Assicurazioni S.p.a. (per il 71% delle azioni privilegiate e l'80% delle azioni di risparmio) e Comau S.p.a. (quasi la totalità delle azioni in circolazione). Tale società è stata deconsolidata nel corso dell'esercizio 2003, poiché ceduta al gruppo De Agostini.
- Nel 2001 **Itedi** ha deconsolidato le attività di editoria industriale della Satiz, cedute a fine 1999.

- A partire dal 1° agosto 2000, è stato deconsolidato il settore **Fiat Ferroviaria** (ceduto per il 51% al gruppo Francese Alstom).
- Nel 2003 è stata ceduta e deconsolidata la società **IPI S.p.a.** (operante nel settore immobiliare).
- Nel 2003 è stata deconsolidata **Fiat Avio**.

Dal 1999 sono quindi proseguite le operazioni di disinvestimento di alcune partecipazioni di minoranza non strategiche, tra cui ricordiamo le principali: Banco Central Hispano Americano, Rhone Poulenc, Impregilo, Intesa.

Le cessioni di Fiat Avio e di Toro Assicurazioni se da un lato hanno contribuito al piano di riduzione dell'indebitamento netto, dall'altro hanno comportato il venir meno del loro contributo positivo alla redditività del gruppo: infatti, nell'esercizio 2002 (in cui sono state consolidate per l'intero periodo), Toro Assicurazioni e Fiat Avio registravano rispettivamente € 147 mln e € 210 mln di utile operativo.

Le caratteristiche dei settori di operatività

I business in cui opera il gruppo Fiat sono caratterizzati da un andamento ciclico e collegato fra loro. Vi sono cioè alcune condizioni di contesto che incidono sulla performance del gruppo intero. Il **gruppo dipende per gran parte del fatturato dall'Europa ed in particolare dall'Italia**. Ne consegue che ogni fenomeno avverso che dovesse colpire i settori "automotive" in tali regioni chiave, come ad esempio un forte incremento dei prezzi energetici, o dei prezzi delle materie prime o di altri beni di consumo importanti nello specifico mercato, così come cambiamenti nelle politiche governative (ad esempio, l'introduzione di incentivi all'acquisto di veicoli o la legislazione sul lavoro) o modifiche nelle scelte di investimenti statali nelle infrastrutture, le tensioni sindacali, o per il mercato delle macchine agricole, fenomeni avversi nella produzione agricola, come quelli di carattere metereologico, sarebbero tutti eventi in grado di inficiare profondamente la profittabilità dei business in cui il gruppo è impegnato così come le sue prospettive. Sono tutti fattori il cui progredire deve essere attentamente ponderato dal top management Fiat nel momento in cui si pianifica la futura gestione. È chiaro che tutto ciò rende più difficile prevedere gli esiti di fasi di ridisegno della struttura del gruppo in sede di pianificazione a livello di complesso degli investimenti e dei connessi finanziamenti necessari.

Operando a livello internazionale, ad incidere sulla performance delle attività del gruppo vi sono anche le fluttuazioni dei **tassi di cambio**. Il rischio è duplice: *l'esposizione da*

transazione e l'esposizione economica. Il primo tipo di rischio è quello dovuto al pagamento differito in valuta straniera (o meglio una valuta diversa da quella in cui normalmente si fattura) ed è la fattispecie di rischio di cambio più facilmente identificabile e copribile: infatti, per coprirsi dal rischio di subire perdite dal possibile deprezzamento della valuta rispetto al corso corrente al momento dello scambio, l'azienda potrebbe ad esempio vendere la valuta a termine (per la stessa scadenza in cui sono previsti i pagamenti del cliente)¹⁷⁶. Il secondo tipo di rischio è invece più difficilmente prevedibile e, quindi, misurabile, e queste sue caratteristiche comportano le difficoltà della sua copertura (il fatto, cioè, che le fluttuazioni di determinate valute, magari in speciale combinazione, avvantaggiano la competitività dei propri concorrenti). Tale aspetto delle conseguenze delle fluttuazioni nei tassi di cambio è difficile da prevedere o quantomeno sarebbe troppo costosa la copertura di tale esposizione, tuttavia costituisce un problema notevole per il Gruppo. Si può riportare come esempio, per il settore Auto, il calo di vendite e, soprattutto, di quota di mercato registrato nel 1998 in Polonia (passata da 35,3% a 30,1%) e dovuto al vantaggio che in termini di competitività i produttori coreani hanno potuto trarre dalla svalutazione del won nell'importazione dalla Corea.

Fino al 2000, il problema principale da fronteggiare era stato l'apprezzamento del dollaro e della sterlina inglese nei confronti dell'euro che rendeva più elevati i valori relativi ai flussi di cassa in entrata ed in uscita espressi in quelle valute relativi all'import/export dei vari prodotti realizzati dal gruppo, così come quelli legati agli interessi relativi alle attività e passività finanziarie espresse nelle stesse valute. Nel 2000 ad esempio l'eccesso di esportazioni dall'Italia sulle importazioni verso l'Italia (pari a € 8200 mln) è stato per il 64% verso i paesi dell'area dell'euro e per il restante 34% verso altri paesi soprattutto dell'area dollaro e sterlina inglese.

L'attuale apprezzamento dell'euro, invece, rende i produttori europei, quindi anche Fiat, meno competitivi a livello internazionale per le esportazioni (laddove sia elevata la quota di costo europea), colpendo negativamente il fatturato ed il risultato operativo. Si legge, infatti, nelle pubblicazioni finanziarie del gruppo Fiat, che il rischio in questione aumenta nella misura in cui tanto maggiori sono i ricavi in moneta diversa dall'euro e nella misura in cui tanto più essi sono in eccesso rispetto alla quota di costi che avvengono in ciascuna di queste valute diverse dall'euro, per cui un deprezzamento dell'euro nei confronti delle altre valute ha un effetto positivo sui ricavi netti ed il risultato operativo (poiché l'utile in valuta estera

¹⁷⁶Il costo di tale assicurazione è pari alla differenza tra il tasso di cambio a termine e il cambio a pronti atteso nel momento in cui si incassa il pagamento. Cfr. per approfondimenti R.A. Brealey, S.C. Myers, S.Sandri, *Principi di finanza aziendale*, op.cit., pag.797 e segg..

che ne deriva equivarrà ad un ammontare di euro maggiorato dal cambio favorevole) mentre un suo apprezzamento vi ha un impatto negativo.

Le considerazioni fatte finora riguardano fenomeni che sono stati piuttosto avvertiti nel periodo che si è scelto qui di analizzare. Nel periodo considerato, lo scenario economico mondiale è andato progressivamente peggiorando: si inizia dalla crisi dei mercati dell'America Latina (prima con la crisi finanziaria del Brasile che ha pesato molto sulla performance soprattutto di Fiat Auto con un calo pesante della domanda dal 98 con -28,3% dei ricavi estesi poi all'Argentina), seguita poi dal rallentamento dell'economia nord americana (con effetti negativi per CNH dal 1999), dalle difficoltà del Giappone (stesso periodo) al rallentamento dell'economia europea (con un mercato dell'auto del 2001 per la prima volta in contrazione dopo diversi anni di crescita). A ciò si aggiunga l'instabilità politica dei mercati emergenti in cui il gruppo Fiat aveva deciso di operare che ha influito negativamente sui risultati in questi paesi.

Tale contesto economico internazionale ha pesato molto sul raggiungimento degli effetti sperati sulla redditività da parte dei piani strategici di ristrutturazione del gruppo Fiat facendo sì che di essi abbiano finora pesato soprattutto i costi.

A fronte del notevole impegno finanziario assunto per coprire il fabbisogno generato dalle operazioni straordinarie attuate, la redditività prodotta dalla gestione caratteristica si è notevolmente ridotta (a fronte, invece, di previsioni di crescita che trasparivano da ciò dichiarato dagli amministratori nelle Relazioni sulla Gestione del periodo) e, col venire meno a partire dal 2001 della compensazione fino allora offerta dai proventi straordinari (provenienti dalle dismissioni realizzate) il gruppo è andato in perdita.

Gli ultimi tre anni sono stati caratterizzati da una profonda rottura con il passato, la struttura di Fiat è stata ridefinita e rafforzata, adottando in tutti i business organizzazioni più snelle, agili ed efficienti. La prima svolta significativa è avvenuta nel 2005, con il ritorno all'utile netto per il Gruppo, la prima volta dal 2001. I miglioramenti sono proseguiti nel 2006, con l'auto che ha registrato un risultato della gestione ordinaria positivo per l'intero esercizio, per la prima volta dal 2000. Anche gli altri Settori, in particolar modo Iveco e CNH, hanno conseguito un buon livello di crescita del fatturato ed un significativo incremento dei margini.

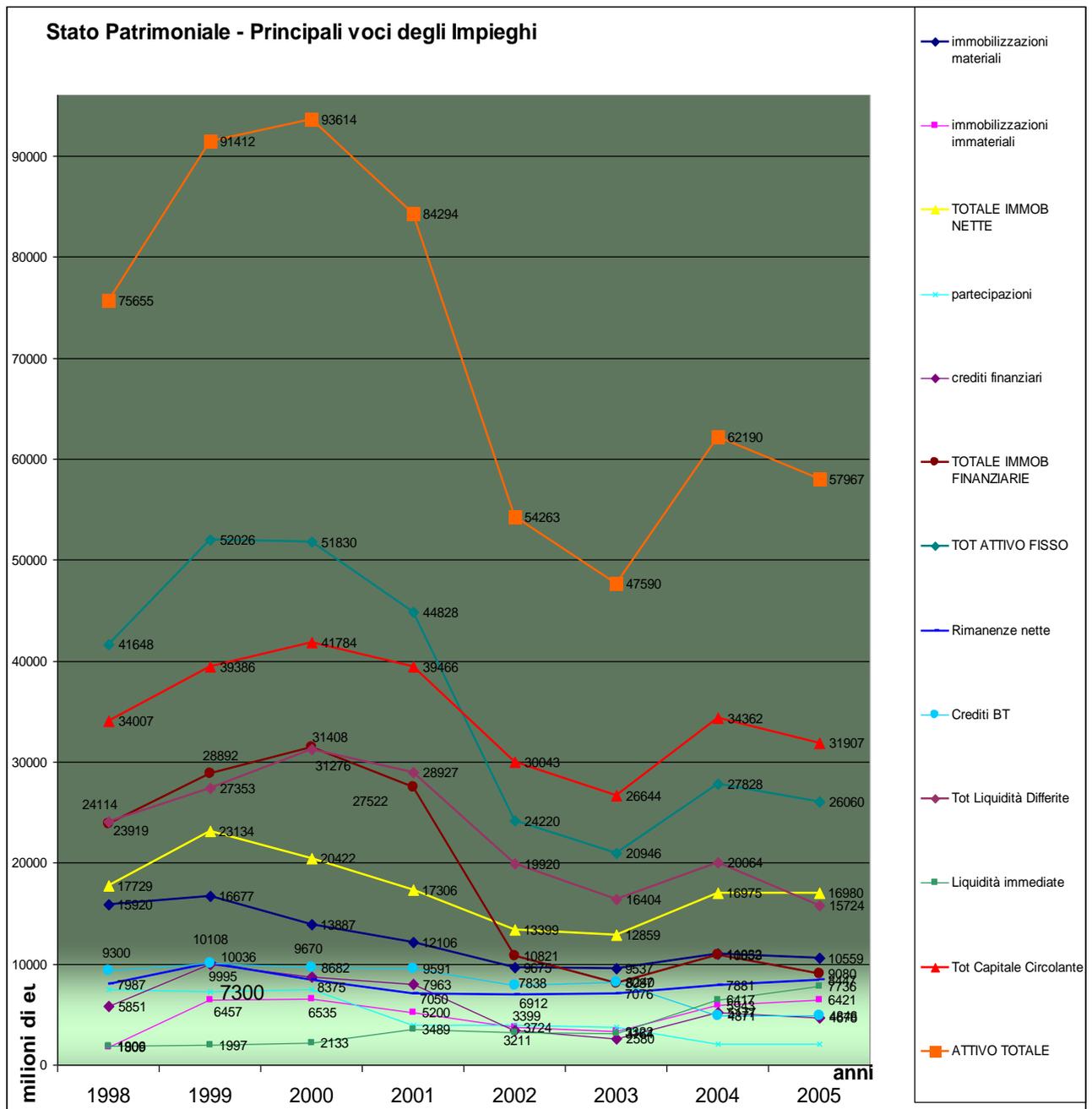
I risultati del Gruppo consentono, dopo cinque anni, di distribuire dividendi agli azionisti.

Sotto il profilo finanziario il Gruppo ha visto progressivamente ridursi l'indebitamento netto industriale che alla fine del 2006 è sceso notevolmente grazie al significativo cash flow industriale.

Tutto questo ha contribuito ad alimentare la fiducia nel Gruppo, confermato dal miglioramento dei rating sul debito, dalla capacità di attrarre un gran numero di investitori istituzionali internazionali in occasione di emissioni obbligazionarie e dal costante rialzo del titolo in Borsa.

5.3 Indici di composizione

Il valore assoluto degli impieghi consolidati ha raggiunto il suo massimo nel 2001 a quota 100,749 milioni di euro crescendo piuttosto rapidamente; negli esercizi successivi il valore assoluto degli impieghi è diminuito con un vero e proprio crollo al termine dell'esercizio 2003, salvo poi riprendersi nel corso degli ultimi tre esercizi, mostrando dei timidi segnali di



crescita.

Per analizzare l'evoluzione subita dalla struttura degli impieghi, rispetto ai movimenti subiti dai valori assoluti, è possibile eseguire la "percentualizzazione" dello stato patrimoniale che si ottiene affiancando, per ciascun impiego e per ciascuna fonte, al valore assoluto la

percentuale esprime il peso dell'impiego e della fonte sul relativo totale¹⁷⁷. Si ricavano gli **indici di composizione**, così chiamati poiché mediante essi si rappresenta la composizione della struttura patrimoniale dell'azienda.

Indici di composizione relativi agli impieghi

Lo scopo degli indici relativi agli impieghi è quello di analizzare il **grado di elasticità/rigidità del capitale investito**. Si tratta per un gruppo come Fiat di un'analisi molto importante in questo momento storico poiché si può dire che l'elasticità della gestione esprime la sua capacità di riadattarsi, con relativa facilità e tempi brevi, alle mutevoli condizioni dell'ambiente.

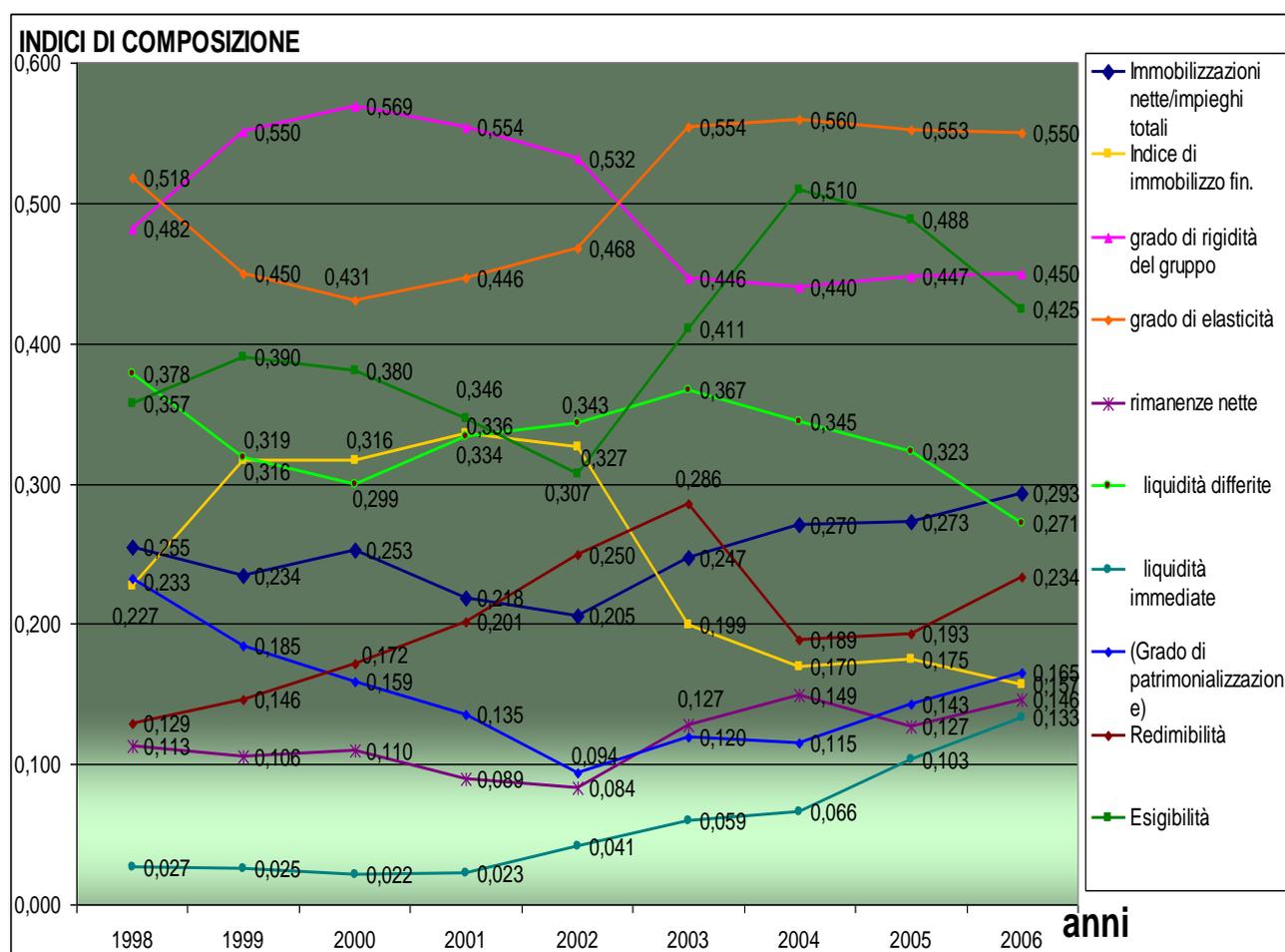
Il bilancio consolidato del Gruppo Fiat riporta nello stato patrimoniale – fra gli impieghi- gli investimenti necessari allo svolgimento delle attività delle imprese incluse nell'area di consolidamento per cui anche modifiche della stessa comportano apprezzabili variazioni alla composizione nonché al peso relativo delle singole voci degli impieghi. Un gruppo di imprese ha infatti una doppia dimensione: quella dell'aggregato aziendale (che, come si è detto, può non coincidere con il gruppo intero ma essere rappresentato da un suo sottogruppo) e quella delle singole imprese che ne fanno parte. La duplice dimensione fa sì che la riduzione/aumento degli impieghi, di cui si dà rappresentazione nel bilancio consolidato, può essere conseguenza del disinvestimento operato dalla singola impresa o di quello, in genere di dimensioni maggiori, operato dalla società capogruppo di un intero settore di attività.

Nel periodo considerato dalla presente analisi, i settori del gruppo hanno spesso creato joint-ventures con società esterne; nell'ambito delle stesse operazioni sono confluite nelle società di nuova costituzione alcune attività del gruppo con la conseguente fuoriuscita delle stesse dall'area di consolidamento – integrale- e la loro valutazione, questa volta con il metodo del patrimonio netto, nell'ambito della nuova joint-venture (è il caso della joint-venture cui si è data costituzione nell'ambito dell'accordo con GM). La conseguenza è un probabile incremento di efficienza nell'impiego di quelle attività poiché tipicamente in una joint-venture esse si vanno a combinare con altre attività propriamente complementari messe a disposizione dal partner del business; aumento di efficienza che contabilmente potrà essere apprezzato dalla performance economica della partecipazione (e, visto il metodo di valutazione, il patrimonio netto, dall'aumento di valore che la partecipazione subisce nel tempo). A ciò si deve aggiungere un'ulteriore considerazione: tali operazioni corrispondono

¹⁷⁷ Cfr. C.Caramiello, *Indici di Bilancio, strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, pag. 149, terza edizione, IPSOA INFORMATICA, Milano 1989.

ad un'elasticizzazione della gestione dei settori del gruppo poiché di fatto le attività vengono esternalizzate e affidate alla conduzione da parte di un'organizzazione nuova e più flessibile (ovvero non si tratta solo di un fenomeno contabile connesso alla variazione dell'area di consolidamento).

Quando, al contrario, siano state conseguite delle acquisizioni, è necessario accertarsi se gli incrementati impieghi “fruttino” nella nuova realtà del gruppo Fiat un congruo tasso di rendimento rispetto agli obiettivi, ovvero se l'integrazione delle nuove attività con le presistenti abbia avuto o meno successo.



Il grado di rigidità/elasticità del gruppo è, quindi, fortemente condizionato dall'entrata-uscita dell'aggregato aziendale (e quindi anche dall'area di consolidamento) di alcune società o rami d'impresa o anche di interi settori di attività. Un'informazione utile è quella fornita dallo studio dell'andamento del ROI settoriale e di gruppo rispetto a tali alterne vicende.

Nel periodo considerato si è avuto un ampliamento delle dimensioni del gruppo fino al 2001 seguito da un deciso calo degli impieghi soprattutto nel 2003, con una lenta ripresa a partire dal 2004 e riscontrata anche nei due esercizi successivi. L'evoluzione delle dimensioni è stata accompagnata da modificazioni anche della composizione degli impieghi e quindi dei

relativi indici. E' già possibile anticipare come l'aumentare degli impieghi non adeguatamente sostenuto dall'autofinanziamento è stato accompagnato dall'aumento del grado d'indebitamento.

Dal grafico relativo agli indici di composizione è possibile notare come **il grado di rigidità** (linea fucsia), dopo aver raggiunto i massimi nel 2000 è poi diminuito fino al 2003 con l'ovvio andamento speculare del grado di elasticità. Ciò è stato ottenuto con la riduzione dell'attivo immobilizzato in misura più che proporzionale rispetto al corrispondente calo degli impieghi. A partire dal 2004 la situazione ha presentato una sorta di stabilità che trova conferma nel sostanziale mantenimento di proporzionalità tra il lieve incremento dell'attivo immobilizzato seguito da un proporzionale incremento degli impieghi. Per quanto riguarda le singole componenti dell'attivo fisso, oltre al calo, sia in termini assoluti che percentuali, delle immobilizzazioni materiali (apprezzabile già dal 2001) la variazione in esame del grado di rigidità del capitale investito è imputabile in gran parte al **deciso calo del peso delle immobilizzazioni finanziarie** (linea gialla). Proprio il venir meno di quest'ultima fattispecie d'investimento spiega per più del 73% il calo delle immobilizzazioni totali avvenuto tra il 2001 ed il 2006.

Nel 2002 hanno determinato il calo delle immobilizzazioni finanziarie i disinvestimenti di alcune partecipazioni e principalmente la vendita della partecipazione General Motors (- 2.603 milioni di euro vendita) che, tra l'altro e come si vede nell'analisi economica, ha generato una minusvalenza di 1.049 milioni di euro.

Nel 2003, il nuovo calo delle immobilizzazioni finanziarie- questa volta del 60% - coincide con la cessione di importanti settori del gruppo, cui gli stessi investimenti erano destinati: ci si riferisce alle cessioni ed al conseguente deconsolidamento del gruppo Toro Assicurazioni e delle attività di Fidis Retail Italia e quelle di finanziamento retail Brasiliane mentre il valore delle partecipazioni del Gruppo non ha subito spostamenti di rilievo. Si possono riportare alcuni esempi delle conseguenze di queste cessioni: mentre al 31.12.2002 la voce "altri titoli" –riportata fra le immobilizzazioni finanziarie – ammontava a 2.445 milioni di euro e comprendeva prevalentemente titoli di Stato ed obbligazioni negoziabili detenuti pressoché interamente dalle società assicurative, al 31.12.2003 la stessa voce ammontava a 56 milioni di euro. Lo stesso vale per le "azioni proprie" che erano detenute dal gruppo Toro Assicurazioni e per la voce "Investimenti a beneficio assicurati dei rami vita".

La cessione della partecipazione di controllo in Fidis Retail Italia ha invece provocato la diminuzione della voce relativa ai "crediti per beni concessi in leasing finanziario". Sempre a quest'ultime cessioni è da imputare il calo netto delle liquidità differite registrato nel 2003.

Tuttavia, si trattava di un ambito del settore Auto che produceva utili. Il comparto deputato al credito alla clientela è un business molto importante per tutte le case produttrici, che è stato in grado di risolleverare in alcuni casi il risultato deludente derivante dalla sola vendita di auto.

Nel 2004 un ulteriore calo delle immobilizzazioni finanziarie è da attribuirsi principalmente ai dividendi pagati da BUC (Banca Unione di credito), valutata con il metodo del patrimonio netto, solo in parte compensata dal saldo positivo tra rivalutazioni e svalutazioni. Nel 2005 e nel 2006 le immobilizzazioni finanziarie hanno sostanzialmente mantenuto l'andamento precedente senza segnare significative variazioni.

Le immobilizzazioni immateriali sono cresciute fino al 2001 in relazione ad alcune acquisizioni effettuate nel periodo, e principalmente, dal Gruppo Pico e dal Gruppo Case. Nel 2002 il valore delle immobilizzazioni immateriali è diminuito del 20% e del 28.3% nel 2003; la diminuzione è per gran parte dovuta alla riduzione della voce “differenze da consolidamento”¹⁷⁸ principalmente conseguente alla riduzione del valore dei goodwill a causa della variazione dei cambi di conversione e delle svalutazioni apportate nonché, in particolare nel 2003, a causa delle cessioni di attività effettuate nel corso dell'esercizio. Nel 2004 c'è stata un'ulteriore diminuzione dovuta alle variazioni dei cambi di conversione, di cui ha risentito soprattutto il valore del goodwill, nel 2005 le immobilizzazioni immateriali sono cresciute principalmente per la variazione del goodwill di CNH conseguente al rafforzamento del dollaro sull'euro ma anche nel 2006, c'è stata una crescita delle immobilizzazioni immateriali in virtù del goodwill emerso in seguito all'acquisto di Fiat S.p.A. di una parte delle azioni Ferrari S.p.A. di recente emissione, corrispondente allo 0,44% del capitale sociale, nonché all'esercizio nel terzo trimestre del 2006 dell'opzione call sul 28,6% delle azioni della stessa Ferrari.

Per quanto riguarda le immobilizzazioni materiali, esse sono cresciute di valore fino al 2000. Anche in questo caso l'inclusione nell'area di consolidamento di nuove attività ha comportato delle variazioni come per l'ingresso di Fraikin nel '99 con il consolidamento delle sue immobilizzazioni materiali. Nel 2000 l'incremento delle immobilizzazioni materiali è stato la conseguenza del consolidamento di Case. A partire dal 2001 è invece

¹⁷⁸ L'art.31, comma 2, lett a) del D.Lgs. 9 aprile 1991, n°27 (ed in particolare il capo III) prescrive, alla redazione del bilancio consolidato, l'eliminazione delle partecipazioni in imprese incluse nel consolidamento e le corrispondenti frazioni comprese nel patrimonio netto di queste. Poiché detta eliminazione è fatta sulla base dei valori contabili riferiti alla data in cui l'impresa è riferita per la prima volta nel consolidamento, essa può generare delle differenze che sono imputate, ove possibile agli elementi dell'attivo e del passivo delle stesse imprese incluse nel consolidamento. L'eventuale residuo positivo è scritto in una voce dell'attivo denominata “differenza da consolidamento”. Nel caso in esame sono dovuti ai goodwill connessi all'acquisizione di Case e di altre società di CNH (e alla loro inclusione nell'area di consolidamento).

iniziata una riduzione del valore di tale cespite in relazione al fatto che gli investimenti sono stati inferiori rispetto agli ammortamenti e ai disinvestimenti (quest'ultimi realizzati in relazione ad una politica di dismissione dei beni non strategici come si legge nelle Note Integrative). Inoltre, nel 2001, la riduzione delle immobilizzazioni materiali è riconducibile principalmente al deconsolidamento delle attività di Fiat Auto Powertrain e Purchasing perché confluite nella joint-venture con GM (Oggi il settore Fiat Auto Powertrain Technologies non è più incluso nell'area automobili in quanto raggruppa non solo le attività nel campo dei motori e dei cambi per automobili, ma anche le attività powertrain incluse nel settore Iveco sino al 31 dicembre 2005) . Dal 2002, sono, invece, apprezzabili le svalutazioni effettuate (così come per le immobilizzazioni immateriali) in relazione all'analisi dei presupposti di recuperabilità di tali costi alla luce delle mutate condizioni del mercato, dei piani di ristrutturazione avviati nei diversi settori e, quindi, i cambiamenti apportati ai rispettivi business plan (la maggior parte riguardanti Fiat Auto). Dette svalutazioni hanno pesato sui conti economici già di per sé negativi. Nel 2003, si aggiunge l'effetto delle importanti cessioni effettuate. Negli ultimi tre anni l'andamento delle variazioni delle immobilizzazioni materiali è stato altalenante, si è passati da una riduzione del 2004, attribuibile principalmente ai disinvestimenti dell'esercizio ed alle svalutazioni, solo in parte compensata dalle variazioni dell'area di consolidamento (consolidamento integrale di Magneti Marelli Sistemi Elettronici) e dalle differenze cambio positive, ad un incremento del 2005 riferibile al citato consolidamento delle attività Fiat Auto Powertrain a seguito della joint-venture con General Motors, per giungere ad una riduzione del 2006 per gran parte attribuibile al saldo negativo tra investimenti, ammortamenti e disinvestimenti.

Le tre voci dell'attivo circolante – soprattutto le disponibilità di magazzino ma anche le liquidità differite e le liquidità immediate – hanno complessivamente aumentato il loro peso relativo fino a superare quello dell'attivo fisso nel 2003, per poi proseguire fino al 2006. In particolare è da notare come nel 2003 e nel 2004 le rimanenze nette, dopo due esercizi consecutivi di riduzione della specifica incidenza sull'attivo, siano nuovamente cresciute. La ragione di tale crescita risiede nella concentrazione dei lanci di nuovi prodotti avvenuti proprio in corrispondenza della chiusura dell'esercizio 2003 e dell'inizio dell'esercizio 2004.

Indici di composizione relativi alle fonti

L'aumento del grado di dipendenza finanziaria del gruppo.

Lo scopo è in questo caso quello di analizzare il **grado di indebitamento del capitale finanziario**. Nella rappresentazione grafica degli indici di composizione, viene riportato anche l'andamento del peso relativo delle tre principali componenti del passivo dello stato patrimoniale nel periodo considerato (ossia capitale di rischio, redimibilità ed esigibilità).

Un'analisi più approfondita dello stesso oggetto di indagine è fornita dalle variazioni subite dalle componenti della **posizione finanziaria netta** (riportata di seguito). Ciò che si rende evidente dal grafico, è il **progressivo calo del grado di patrimonializzazione**, ossia del peso del capitale di rischio come fonte di finanziamento; indice che viene anche nominato *indice di autonomia finanziaria*, in quanto più esso è alto, più la gestione è finanziariamente autonoma, cioè svincolata dai pesi relativi all'indebitamento.

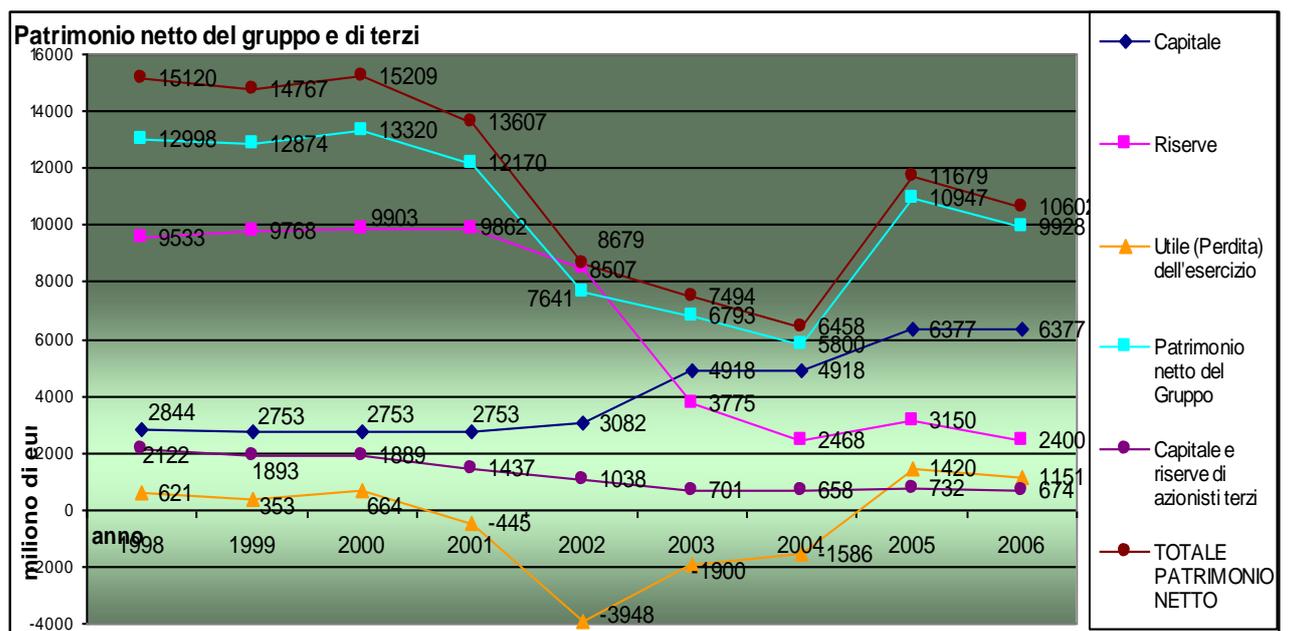
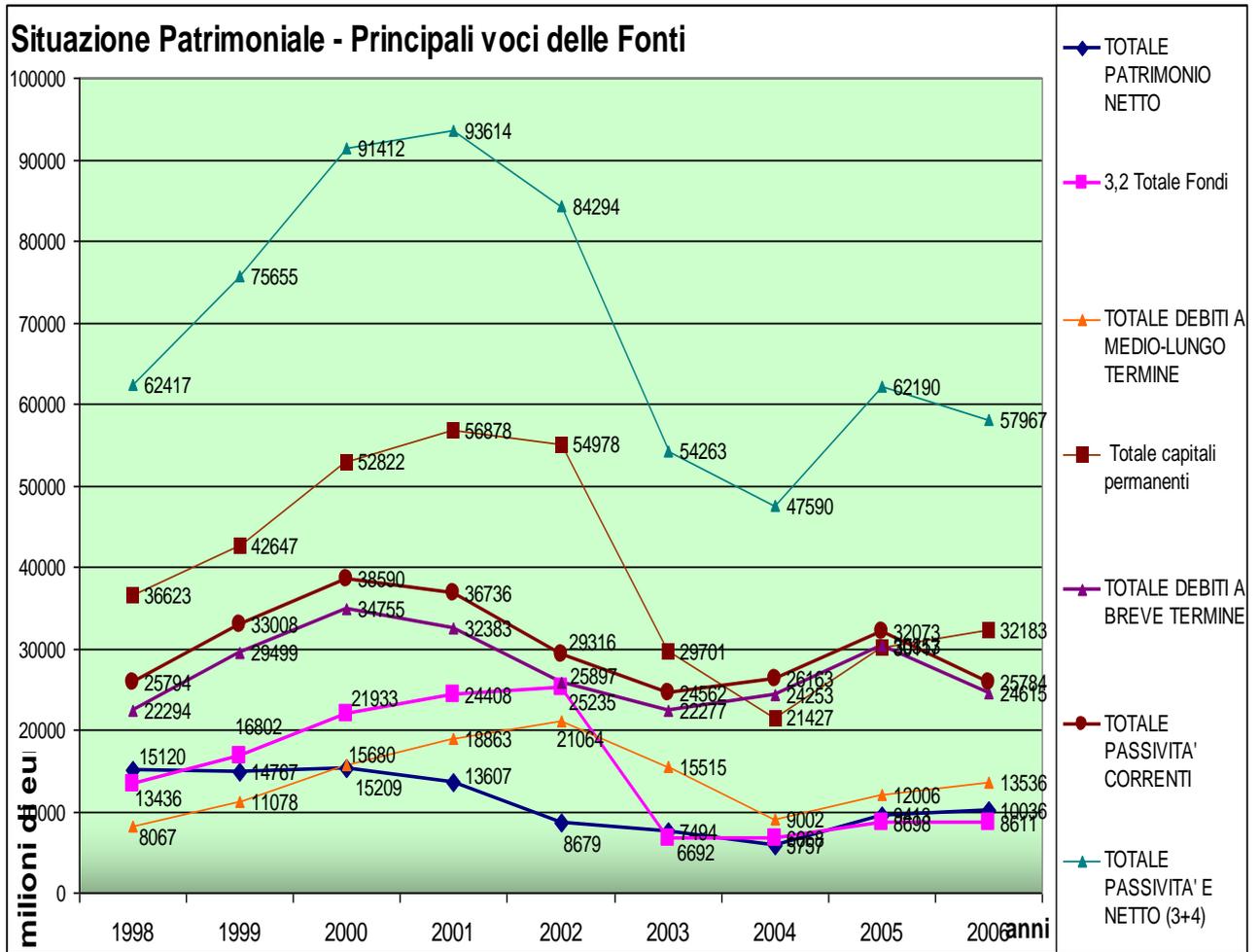
Di conseguenza, **il Gruppo Fiat ha visto aumentare nel tempo il suo indice di dipendenza finanziaria** (che è il complementare del livello di patrimonializzazione), il che non è di certo proprio un evento positivo per un'azienda che proprio negli stessi esercizi ha accusato il progredire in negativo del ROE prima (2001) e del ROI (2002) subito dopo.

Se l'obiettivo è quello di recuperare le condizioni di equilibrio economico, è necessario giungere ad un livello di indebitamento, i cui oneri finanziari sono più facilmente sostenibili rispetto al volume di ricavi netti che i diversi settori del gruppo riescono a generare; per questo motivo la correzione dell'eccessivo peso dell'indebitamento (insieme al recupero di una redditività maggiore) deve essere assunto a priorità per un gruppo il cui settore principale (quello automobili) è stato pesantemente in perdita.

Come gli impieghi, anche il passivo patrimoniale è aumentato fino al 2001 per poi diminuire fino a presentare gli stessi valori del 1998. I debiti a breve termine hanno subito una riduzione a partire dal 2000. Si nota, invece, come i debiti a medio lungo termine (essenzialmente costituiti da obbligazioni a media lunga scadenza e debiti verso banche e senza che vi siano incluse altre passività consolidate come il fondo TFR e i fondi rischi) abbiano conosciuto una continua crescita, in termini sia relativi che assoluti, fino al 2002; crescita, corretta solo nel 2003 e nel 2004, ma lentamente ripresa negli ultimi due esercizi.

Il grado di patrimonializzazione è progressivamente diminuito fino al 2002. Nel 2002 alle perdite si è aggiunto il decremento del patrimonio netto dovuto all'andamento dei cambi (per la svalutazione della moneta brasiliana ed il rafforzamento dell'euro rispetto al dollaro USA) che hanno generato una riserva per Differenze cambio da conversione dei bilanci in

valuta estera negativa per 1379 mln di euro (contro i + 28 mln dell'esercizio precedente),
 come è visualizzabile nella flessione della linea fucsia. Patrimonio netto sceso fino al 2004,



ma risalito negli ultimi due esercizi. Nel 2003 il più netto calo delle riserve è dovuto all'utilizzo per copertura delle perdite dell'esercizio 2002 (-2.053 milioni di euro della riserva sovrapprezzo azioni), come deliberato dall'Assemblea degli Azionisti del 13 maggio 2003, cui si aggiunge il nuovo decremento della riserva per Differenze cambio da conversione (ancora una volta si tratta di un effetto della svalutazione del Dollaro statunitense rispetto all'euro). Le riserve hanno, infatti, una funzione protettiva del capitale sociale in rapporto ai rischi di gestione e soprattutto ai fini della preservazione della sua integrità in caso di perdite. Negli ultimi due esercizi le riserve si sono mantenute stabili in virtù degli utili conseguiti dal Gruppo.

Per far fronte alle perdite subite sono stati realizzati una serie di **aumenti di capitale** nel 2002 e nel 2003 per complessivi 3.075 mln di euro, principalmente attraverso Fiat S.p.A.. Nel 2002 si è registrato un primo aumento di capitale di Fiat S.p.A. pari a 1020 milioni di euro in azioni ordinarie (di cui 691 mln contabilizzati nella riserva sovrapprezzo azioni) e nel 2003 un nuovo aumento pari a 1.836 milioni. Tali aumenti rientrano nell'ambito della delega dell'Assemblea Straordinaria del 12 Settembre 2002 che aveva attribuito al Consiglio di Amministrazione la facoltà di aumentare il capitale entro l'11 settembre 2007, in una o più volte fino ad un massimo di 8 miliardi di euro. Tali aumenti di capitale hanno consentito di recuperare più elevati livelli di patrimonializzazione nel 2003.

Gli indici di composizione mostrano l'aumento del peso sul totale del passivo dei debiti a medio-lungo termine (redimibilità) fino al 2002 mentre al contrario quelli a breve (esigibilità) hanno ridotto il loro peso sino al 2002 con un incremento dell'incidenza negli ultimi quattro esercizi considerati. Di seguito vengono riportati alcuni indici riguardo l'evoluzione dell'indebitamento del Gruppo nel periodo 1998-2006. Da notare è l'andamento del leverage.

INDICE	DESCRIZIONE	VALORE									
		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
QUOZIENTI DI LEVA:											
Rapporto d'indebitamento	(Debiti a lungo)/(totale passività a lungo)	0,220	0,260	0,297	0,332	0,383	0,522	0,420	0,399	0,421	
considerando debiti a breve	(Debiti a lungo+debiti a breve)/(tot passività lungo)	0,829	0,951	0,955	0,901	0,854	1,272	1,552	1,406	1,185	
	Debiti a M/L termine/Capitale Netto	0,534	0,750	1,031	1,386	2,427	2,070	1,564	1,275	1,349	
leverage	(Debiti M/L + Debiti B Finanziari)/Cap. Netto	1,150	1,681	2,136	2,403	3,333	2,940	5,592	2,737	2,012	
	Pass.Consolidato /Cap. Netto	1,422	1,888	2,473	3,180	5,335	2,963	2,722	2,200	2,207	
Copertura degli interessi	(Redd. Operativo+Ammortamenti)/Interessi	2,872	1,390	1,474	1,021	0,608	0,712	0,789	1,007	1,018	
Costo medio finanziamenti da entità di gruppo o ad esse correlate		0,013	0,022	0,026	0,007	0,003	0,010	0,013	0,008	0,007	
Costo medio finanziamenti di terzi		0,044	0,046	0,044	0,049	0,056	0,054	0,059	0,052	0,051	

Di per sé il fatto che il rapporto fra i debiti finanziari ed il patrimonio netto abbia raggiunto nel 2002 il valore di 3,33 indica solamente che i mezzi finanziari di terzi a lunga scadenza hanno avuto in quell'esercizio un importo pari ad oltre tre volte l'importo dei mezzi propri. L'interpretazione del dato deve però essere fatta tenendo conto della performance economica che il Gruppo registrava nello stesso periodo, poiché ad esempio due anni dopo lo stesso rapporto indicava un valore di 5,59 . L'alto indebitamento ha, infatti, assunto progressivamente un effetto insostenibile sul conto economico in termini di risultato della gestione finanziaria dato il risultato negativo operativo che si è conseguito nel 2002 e nel 2003 , come evidenziato dal ridursi progressivo dell'indice di copertura degli interessi (che rappresenta il grado in cui gli interessi passivi sono coperti dal reddito operativo e dagli¹⁷⁹ ammortamenti). A parità di reddito operativo tanto maggiore è il rapporto di indebitamento, tanto più basso sarà il rapporto di copertura degli interessi; di conseguenza, l'aumento dell'indice di indebitamento e dell'indice del costo medio dei finanziamenti di terzi unito alle perdite operative degli esercizi 2002 e 2003 hanno provocato il fenomeno dell'**effetto leverage negativo**.

5.3.1 Il margine di struttura

Il **margine di struttura** (qui calcolato come differenza fra il passivo permanente e l'attivo fisso) si è mantenuto positivo durante tutto il periodo considerato, indicando così che in nessuna parte l'attivo fisso è stato finanziato dal passivo corrente. Tuttavia nel finanziamento dell'attivo fisso è progressivamente diminuito il peso dei mezzi propri (anche se si segnala un leggero recupero nell'ultimo esercizio). L'evoluzione del margine di struttura si ripercuote su quella della liquidità. All'aumentare del ruolo dei mezzi di terzi a lungo termine, infatti, una quota maggiore della liquidità formatasi con l'ammortamento dell'attivo fisso viene assorbita dall'ammortamento del finanziamento (pagamento degli interessi e rimborso di capitale) con la conseguenza di prospettare la finalità di un rifinanziamento maggiore al momento del rinnovo delle immobilizzazioni¹⁸⁰.

Il livello del margine di struttura deve risultare ad un livello *funzionale* in termini di liquidità (e quindi risultare positivo) ma anche non eccessivo in termini di *economicità* per il peso dei relativi oneri finanziari¹⁸¹. Ciò è particolarmente importante quando l'andamento economico

¹⁷⁹Lo stesso margine è chiamato "*Capitale circolante netto finanziario*" in B.Rosignoli, *Materiali per lo studio della finanza aziendale*, pag.19 e segg., Cusi, Milano 2004.

¹⁸⁰ Cfr. C.Caramiello, *Indici di Bilancio, strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, op. cit., pag.185 e segg..

¹⁸¹ Non a caso, il 2002, anno in cui detto margine ha assunto il suo massimo valore, è stato anche l'esercizio in cui sono stati elevati gli oneri finanziari.

è tale che gli oneri finanziari approfondiscono una situazione di perdita economica comunque presente (come il caso Fiat) facendo sì che l'eccessivo livello del margine di struttura si ritorca anche sulla liquidità. Ciò in particolare è evidente se non si riesca a creare l'armonia fra l'ammortamento industriale dell'attivo fisso e l'ammortamento finanziario delle passività consolidate e la performance economica negativa abbia determinato un volume di ricavi rispetto al quale l'indebitamento, non è sostenibile (in termini di capacità della gestione di dare copertura agli oneri finanziari). Tra l'altro, poiché il rinnovo dell'attivo fisso avviene in via continuativa nel corso degli esercizi, una parte o tutta la liquidità generata dalle quote di ammortamento è destinata anche a questo scopo, per cui è probabile che in alcune situazioni la gestione non riesca a generare i mezzi sufficienti a far fronte agli impegni a scadenza e si debba ricorrere a nuove –e, probabilmente, più onerose– fonti.

Coerentemente all'andamento del livello di patrimonializzazione, il margine di struttura positivo è sempre stato più un "margine di credito", ossia è aumentato il peso del passivo consolidato nella copertura del fabbisogno generato dall'attivo fisso. Gli esercizi di minore margine sono non a caso quelli in cui maggiore è stato il livello di rigidità degli impieghi.

Si deve quindi rimarcare il maggiore "costo" che si associa a livelli di margine di struttura via via più elevati: tale costo è, infatti, rappresentato dagli oneri finanziari delle passività consolidate (che sono cresciute di ammontare sino al 2002 e di conseguenza anche gli oneri finanziari passivi connessi con un'incidenza negativa sempre più importante del risultato della gestione finanziaria sul risultato complessivo del Gruppo) e, secondariamente, dai dividendi del capitale di rischio. Tale costo è quindi divenuto antifunzionale negli esercizi chiusi in perdita operativa e, negli esercizi successivi, il Gruppo Fiat ha avviato un programma di riduzione dell'indebitamento. Il principio generale da adattare al caso concreto vuole che *«il margine di struttura (giudicabile funzionale) dovrebbe essere tale da finanziare quella parte dell'attivo circolante che può essere considerata stabilmente presente nel capitale investito»*¹⁸²

¹⁸² Cfr. C.Caramiello, *Indici di Bilancio, strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, op.cit., pag.185 e segg..

Indicatori della Liquidità	DESCRIZIONE	VALORE								
		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Quoziente di liquidità corrente (o current ratio)	Totale attivo circolante/passività correnti	1,254	1,030	1,021	1,137	1,346	1,223	1,018	1,071	1,237
Quoziente di liquidità differita (o Acid test)	(Liquidità immed+liquidità differ)/passività correnti	0,979	0,788	0,761	0,909	1,106	0,942	0,748	0,826	0,910
Quoziente di liquidità immediata (o real time ratio)	Liquidità immediate/passività correnti	0,065	0,058	0,052	0,058	0,119	0,131	0,121	0,200	0,300
cop. delle immob.tecniche nette	cn/immob.tecniche nette	0,950	0,833	0,657	0,666	0,502	0,559	0,448	0,555	0,591
Margine di struttura	Pass. Permanente-Attivo Fisso (mln di euro)	6550	999	796	5048	10150	5481	481	2289	6123
Margine di tesoreria	Liq. Differite+Liq. Immed. - Pass. Corrente	-534	-6988	-9240	-3327	3100	-1431	-6695	-5592	-2324

Interessi ed altri oneri finanziari complessivi	2069	2954	3633	4036	4161	3157	2320	1969	1969
di cui esclusi quelli di società di servizi finanziari	1064	2260	2650	3132	3046	2469	1944	1111	878

Per quanto riguarda la **liquidità della gestione corrente**, il margine di tesoreria si è mantenuto sempre negativo (e il relativo quoziente di liquidità o Acid test inferiore ad uno), soprattutto nel 1999 e nel 2000, anni in cui era stato maggiore il peso del passivo corrente. Solo al termine dell'esercizio 2002 è stata registrata un'eccedenza di liquidità rispetto a quella necessaria per far fronte all'estinzione delle passività a breve scadenza (tale risultato è un effetto della riduzione dei debiti finanziari a breve termine avvenuta negli ultimi tre esercizi considerati pari a -5358 mln di euro solo nel 2002). Negli altri esercizi in presenza di un margine lievemente negativo, un recupero di liquidità potrebbe essere venuta dalla vendita ed incasso di una parte del magazzino. Si tratta tuttavia di informazioni non disponibili a chi effettua tali analisi dall'«esterno» per cui questo giudizio rimane incompleto¹⁸³. Tuttavia, la liquidabilità a breve delle rimanenze ha registrato il suo massimo proprio nel 2002, esercizio in cui la durata delle scorte è stata inferiore ai precedenti soprattutto grazie all'ammontare degli anticipi ricevuti sui lavori in corso che di fatto hanno anticipato la "liquidazione" delle scorte.

Dal confronto tra margine di struttura e margine di tesoreria (del rispettivo segno) si nota come, ad eccezione del 2002, parte del magazzino sia stata finanziata dalle passività correnti (data la negatività del margine di tesoreria). Nel 2002 in cui una parte del fabbisogno generato dalle liquidità (immediate e differite) è stato coperto dalle passività permanenti, il margine di tesoreria è risultato positivo corrispondentemente all'aumento di liquidità registrato a fine esercizio rispetto al precedente, cresciute di 1356 mln. di euro (seppur coesistente con un margine di struttura molto alto, il che – come si è già detto – è un elemento sfavorevole per l'economicità per l'incidenza che ciò ha sull'elevatezza degli oneri finanziari). Evidentemente la pesante perdita rilevata nello stesso anno ha determinato un fabbisogno finanziario notevolmente più elevato rispetto al suo livello fisso cui si è dovuto

¹⁸³ Sarebbe infatti necessaria la disponibilità dei piani di vendita e dei piani di tesoreria;

far fronte con nuove fonti a lungo termine (sono infatti risultate in aumento le fonti generate dai nuovi finanziamenti al netto dei rimborsi, pari a 2655 mln. di euro, cui si sono aggiunti gli aumenti di capitale di Fiat S.p.a. e CNH per complessivi 1215 mln. di euro) e con la riduzione degli impieghi.

La posizione finanziaria netta

Nelle due tabelle seguenti è riportata la composizione e le variazioni subite dalla posizione finanziaria netta, che è una misura di liquidità adottata nelle analisi economico-finanziarie pubblicate dal Gruppo e che dà un'informazione coerente a quella fornita dai margini di struttura e tesoreria con la differenza data dal fatto di considerare solo le voci dell'attivo e del passivo finanziarie (ossia, corrisponde all'indebitamento netto dedotti i crediti finanziari). Nella prima tabella il suo valore è ricavato come differenza tra le singole voci delle attività finanziarie e quelle delle passività finanziarie (ossia riporta la composizione della posizione finanziaria netta).

LA COMPOSIZIONE DELLA POSIZIONE FINANZIARIA NETTA

(Fonte dati immessi Rendiconto Fin. Consolidat ▼ N.B. Tabella d'immissione dati ▼

<i>(in milioni di euro)</i>	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Disponibilità liquidite	1673	1906	1997	2133	3489	3211	3164	6417	7736
Titoli negoziabili	1903	1613	1643	2000	1507	3789	393	199	224
Crediti finanziari e beni concessi in leasing	17128	19103	24059	24686	21406	12576	20544	16601	11990
Ratei attivi finanziari	212	295	620	560	543	301	618	203	256
Risconti passivi finanziari	-1957	-1892	-1778	-2057	-1135	-363	-202	-209	-249
Totale attività finanziarie (a)	18959	21025	26541	27322	25810	19514	24517	23211	19957
Debiti finanziari entro l'esercizio	-9588	-14073	-17217	-14408	-8310	-6616	-19277	-14471	-7367
Debiti finanziari oltre l'esercizio	-7801	-10756	-15272	-18289	-20613	-15418	-12587	-10690	-12251
Ratei passivi finanziari	-200	-309	-649	-797	-785	-593	-422	-515	-491
Risconti attivi finanziari	50	82	130	137	118	85	95	-85	-79
Totale debiti finanziari (b)	-17539	-25056	-33008	-33357	-29590	-22542	-32191	-25761	-20188
Posizione finanziaria netta (a-b)	1420	-4031	-6467	-6035	-3780	-3028	-7674	-2550	-231

(variazioni intervenute nelle singole voci)

<i>(in milioni di euro)</i>	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Posizione finanziaria netta al 31.12.x	1340	1420	-4031	-6467	-6035	-3780	-3028	-7674	-2550
Variazione C.C.N.C. (*)	246	972	-732	3022	1381	-639	-1177	-293	728
Investimenti in attivo fisso	-2417	-2712	-3236	-3911	-3229	-2499	-3896	-535	-2390
Autofinanziamento	3225	2860	3630	2089	-1649	321	295	780	334
Dividendi (princip. Di Fiat S.p.A.)	-405	-417	-412	-380	-228	-15	-20	-29	-23
Acquisizioni e capitalizzazioni	-661	-6149	-4347	-1524	-563	-212	-987	-190	-485
Cessioni (al netto delle plusvalenze **)	n.r.	n.r.	1040	903	2150	2341	980	2627	1123
Altre variazioni	92	-5	1621	233	4393	1455	159	2764	3032
Variazione totale	80	-5451	-2436	432	2255	752	-4646	5124	2319
Posizione finanziaria netta al 31.12.x+1	1420	-4031	-6467	-6035	-3780	-3028	-7674	-2550	-231

(*) se il valore è positivo si tratta di una riduzione del capitale di funzionamento rispetto all'esercizio precedente e viceversa

è così calcolato: Rimanenze nette + Crediti commerciali - Debiti commerciali +/- Saldo Altri Crediti/(Debiti)

(**) poiché incluse nell'autofinanziamento

Nella seconda tabella, di tale valore se ne indica l'origine della variazione rispetto all'esercizio precedente (ovvero essa è utilizzata nelle pubblicazioni finanziarie del Gruppo per rappresentare sinteticamente le principali motivazioni delle variazioni intervenute in detto margine).

Come si vede, solo fino al 2000 l'autofinanziamento è stato sufficiente a coprire i nuovi investimenti generando piuttosto delle eccedenze di risorse; negli esercizi successivi il peggioramento del risultato netto ha fatto sì che sorgesse nuovo fabbisogno a causa degli investimenti di periodo. Il fabbisogno generato dalla distribuzione di dividendi è stato in continua diminuzione così come quello dovuto ad acquisizioni e capitalizzazioni.

In particolare, quest'ultima voce ha causato il peggioramento della posizione finanziaria netta soprattutto nel 1999 e nel 2000. Il rendiconto finanziario consolidato, infatti, mostra nuovi finanziamenti per complessivi € 7477 mln. nel 1999 (rispetto ai € 3551 mln. del 1998) e sempre nuovi finanziamenti nel 2000 per € 8307 mln, che, si spiega in Nota Integrativa, sono conseguenza degli esborsi per l'acquisto di partecipazioni (€ 6149 mln. nel '99) e a copertura del fabbisogno generato dai maggiori crediti finanziari registrati nello stesso esercizio. L'acquisizione di Case, ad esempio, è stata finanziata con un finanziamento di 4,4 mln di dollari. Nel 2000 l'incrementato indebitamento netto deriva dalle nuove risorse finanziarie prese a prestito per coprire non solo il fabbisogno generato dal programma di acquisizioni ancora in corso ma anche dai nuovi investimenti in partecipazioni del 2000 che hanno riguardato principalmente le Offerte Pubbliche di Acquisto ed acquisti in borsa di Toro Assicurazioni S.p.a. e di Magneti Marelli S.p.a., con un esborso complessivo di 1186 mln. di euro. Il 2000 ha però beneficiato anche della plusvalenza di 1779 mln. derivante dalla cessione a GM del 20% di Fiat Auto. La voce acquisizioni del 2000 include anche l'importo di 2603 mln. di euro riferito alle azioni General Motors.

Un contributo crescente alla copertura del nuovo fabbisogno è venuto dalle cessioni operate dal Gruppo che si sono fatte notevoli nel 2002 e 2003.

5.3.2 Le misure di riduzione e ristrutturazione dell'indebitamento adottate dal gruppo

Nel 2001 quando lo scenario economico negativo si è reso evidente, Fiat ha adottato una serie di drastiche misure finanziarie per affrontare le previste difficoltà future. Tra queste, proprio la realizzazione di una serie di disinvestimenti, per utilizzarne il realizzo per la riduzione dell'indebitamento con effetti attesi già nel 2002.

La riduzione dell'indebitamento netto – quello in parte maturato a seguito di operazioni di acquisizioni e dismissioni (e anche delle collegate ristrutturazioni) – oltre che con il

miglioramento dei flussi di cassa gestionali (derivante sia dalla maggiore redditività sia dalla ricercata riduzione del capitale di funzionamento), doveva essere ottenuta proprio con gli ulteriori apporti provenienti da una crescente selettività degli investimenti in attivo fisso, dalla prosecuzione dell'opera di focalizzazione del business ancora in corso (ossia, tramite i flussi di cassa generati dalle cessioni) e dagli aumenti di capitale.

Tra l'altro, il costo dell'indebitamento e l'accessibilità ai nuovi finanziamenti di Fiat dipende molto dal **rating** assegnato da agenzie quali Moody's e Standard & Poor's, che nel 2003 hanno entrambe modificato al ribasso il rating assegnato al debito del gruppo (in particolare ad un "non-investment rating"). Nel 2004, le tre grandi agenzie di rating – Fitch, Moody's e Standard & Poor's- erano perfettamente allineate nel loro giudizio, un giudizio che vede le obbligazioni Fiat a livello Junk¹⁸⁴. Tuttavia il parere delle agenzie risulta oggi lievemente mutato innalzando il rating ad un livello BB¹⁸⁵, in virtù delle migliori performance realizzate da Fiat in termini di riduzione dell'indebitamento.

Più precisamente a partire dal 2001 **il gruppo è stato impegnato nella riduzione dell'indebitamento netto** maturato (ossia, i debiti finanziari ed i relativi ratei e risconti, al netto delle disponibilità liquide e titoli).

¹⁸⁴ Il giudizio di tali agenzie dipende dai risultati del piano di ristrutturazione che si rilevano ed infatti l'unanime declassamento operato delle obbligazioni è legato al rinvio del target di un pareggio operativo per Fiat Auto. Fitch, in particolare, afferma che il suo giudizio si basa «*sulle prospettive di un modesto utile nel medio termine e sui considerevoli rischi di esecuzione legati alla realizzazione delle iniziative avviate*». «*In questo periodo – proseguono gli analisti dell'agenzia- prevediamo che Fiat mantenga una debole generazione di liquidità (free cash flow), nonostante il miglioramento dei profitti operativi ottenuto nella prima metà del 2004*». Fitch che «*un ulteriore declassamento potrebbe essere innescato qualora emergesse che la ristrutturazione di Fiat non raggiunge i nuovi, rivisti obiettivi*». Tutte le agenzie evidenziano l'importanza del recupero di competitività del settore automobili: gli analisti di Fitch affermano, infatti, che per quanto riguarda l'Auto, in particolare, «*la posizione competitiva deve migliorare nettamente perché il riassetto possa considerarsi un successo, e gli sforzi di risanamento sono frenati dall'aver affrontato in ritardo i problemi strutturali. A ciò si aggiungono la sovracapacità produttiva e la presenza superiore alla media in segmenti di mercato a bassi margini*». Tratto da "Fitch taglia i rating Fiat", *Il Sole 24 ore* del 16 Settembre 2004.

¹⁸⁵ All'indomani della presentazione dei risultati del 2006, le azioni del Lingotto hanno guadagnato il 2,40% a 16,20 euro tra scambi particolarmente consistenti. Sono passati di mano oltre 32 milioni di pezzi pari al 3,2% del capitale ordinario. Il Titolo recupera così interamente la flessione dell'1,6% con cui aveva chiuso la seduta di ieri, che hanno registrato utili netti e ricavi netti in crescita dell'11%. Oltre al ritorno del dividendo dopo cinque anni di assenza, l'amministratore delegato Sergio Marchionne ha annunciato che il gruppo torinese è sesto al mondo per capitalizzazione nel comparto auto, davanti a GM, PSA e Ford. Arrivano anche i primi apprezzamenti da parte degli analisti e si muovono anche le agenzie di rating. Fitch ha annunciato di aver elevato il proprio giudizio su Fiat, portandolo da BB- a BB con prospettive positive. «*L'innalzamento del rating – si legge su una nota della stessa Fitch – riflette la nostra visione riguardo Fiat che ha migliorato in maniera consistente il proprio profilo finanziario e rafforzato il proprio profilo operativo negli ultimi 2 anni. Fiat Auto in particolare – spiega Emmanuel Bulle – ha dimostrato progresso strutturale e elevato la performance operativa del 2006*». Dopo Fitch, anche Standard & Poor's interviene su Fiat e alza l'outlook da stabile a positivo, mentre conferma il rating BB per il debito a lungo e B per quello a breve del Lingotto. «*La revisione-* afferma in una nota Barbara Castellano, l'analista di S&P responsabile del lingotto – *riflette il miglioramento del margine operativo e della generazione di cassa di Fiat e il sensibile calo dell'indebitamento del Gruppo*». Fonte: *letterafinanziaria.repubblica.it* del 26 Gennaio 2007.

Le linee sarebbero state le seguenti: **1)** la riduzione del fabbisogno finanziario generato dalla gestione, ottenuta tramite l'aumento della redditività (che non si è affatto verificata ma al contrario l'emergere di pesanti perdite ha costituito fonte per nuovo fabbisogno finanziario) e la riduzione del capitale di funzionamento. Quanto a quest'ultimo aspetto, si può dire che l'obiettivo è stato conseguito negli esercizi 2001 e 2002 ma non nel 2003; **2)** la maggiore selettività degli investimenti in attivo fisso, che non avrebbero dovuto superare gli ammortamenti (per non creare nuovo fabbisogno finanziario); **3)** Le cessioni rientranti nella focalizzazione del business proseguita in tutto il corso del periodo considerato in quest'analisi (si veda come la liquidità generata dalle cessioni sia divenuta più importante proprio dal 2002). Ovviamente, la riduzione dell'indebitamento mal si concilia con la contemporanea urgenza di rilancio delle vendite per gli investimenti che ciò comporta se non aumenta contemporaneamente la patrimonializzazione del gruppo.

L'evoluzione dell'indebitamento netto (che, come la posizione finanziaria netta, è anch'essa una misurazione adottata nelle stesse pubblicazioni finanziarie del Gruppo) è riportata di seguito:

INDEBITAMENTO NETTO		▼ N.B. Tabella d'immissione dati ▼								
<i>(in milioni di euro)</i>	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
Debiti finanziari entro l'esercizio	-9588	-14073	-17217	-14408	-8310	-6616	-19454	-14761	-7617	
Debiti finanziari oltre l'esercizio	-7801	-10756	-15272	-18289	-20613	-15418	-12737	-11000	-12571	
Ratei passivi finanziari	-200	-309	-649	-797	-785	-593	-712	-523	-605	
Risconti attivi finanziari	50	82	130	137	118	85	127	-93	164	
Disponibilità liquidite	1673	1906	1997	2133	3489	3211	3164	6417	7736	
Titoli negoziabili	1903	1613	1643	2000	1507	3789	353	556	224	
Indebitamento netto	-13963	-21537	-29368	-29224	-24594	-15542	-29259	-19404	-12669	

Ciò che si può notare è che la riduzione dell'indebitamento si è verificata ed ha riguardato innanzitutto il calo dei debiti finanziari a breve (apprezzabile già dal 2001, seguito da un brusco rialzo nel 2004, ma sceso nuovamente negli ultimi due esercizi) e poi, solo nel 2003, il calo dei debiti a media lunga scadenza, che sostanzialmente solo nell'ultimo esercizio hanno avuto un lieve rialzo. A tale conclusione si giunge anche guardando l'andamento degli indici di composizione relativamente al peso sul totale del passivo assunto nel tempo dalle "esigibilità" e dalle "redimibilità".

La riduzione dell'indebitamento netto rientra nell'ambito del rispetto delle condizioni del contratto di finanziamento "Convertendo" (a copertura del fabbisogno finanziario industriale previsto del Gruppo Fiat) stipulato con un pool di banche nel 2002 scaduto 16 settembre 2005 e **rimborsabile in azioni ordinarie Fiat S.p.a. di nuova emissione**. Il rimborso

anticipato in contanti è ammesso solo se, a seguito del rimborso, il rating di Fiat risulti almeno pari al livello di “investment grade”. Il finanziamento è consistito nella conversione delle esistenti linee di credito a breve scadenza del Gruppo in debito di lungo periodo. Si prevedevano peraltro una serie di condizioni di scadenza anticipata del finanziamento. A partire dal 26 luglio 2004 le stesse banche avevano la facoltà di ottenere il rimborso anticipato del finanziamento fino ad un massimo di 2 miliardi di euro qualora le agenzie di rating avessero mantenuto lo stesso al di sotto dell’investment grade (che era la condizione del 2004)¹⁸⁶, ovvero, dal 26 gennaio 2004, qualora la posizione finanziaria netta e i debiti finanziari fossero stati superiori di oltre il 20% ai corrispondenti livelli previsti dagli obiettivi finanziari del contratto. Gli obiettivi prevedevano la riduzione della posizione finanziaria netta sotto ai tre miliardi di euro e la riduzione ed il mantenimento dei debiti finanziari al di sotto della soglia dei 23,6 miliardi di euro entro l’approvazione del Bilancio del 2002, condizioni che poi però sono state rispettate per il 2003.

Quest’ultimo obiettivo è stato stabilito che fosse raggiunto con il perfezionamento della cessione del 51% di Fidis Retail Italia a Capitalia, Banca Intesa, San Paolo-IMI, Unicredito, come previsto da contratto (cessione che è stato uno degli eventi evidenziati da GM a prova della violazione del “Master Agreement” da parte di Fiat).

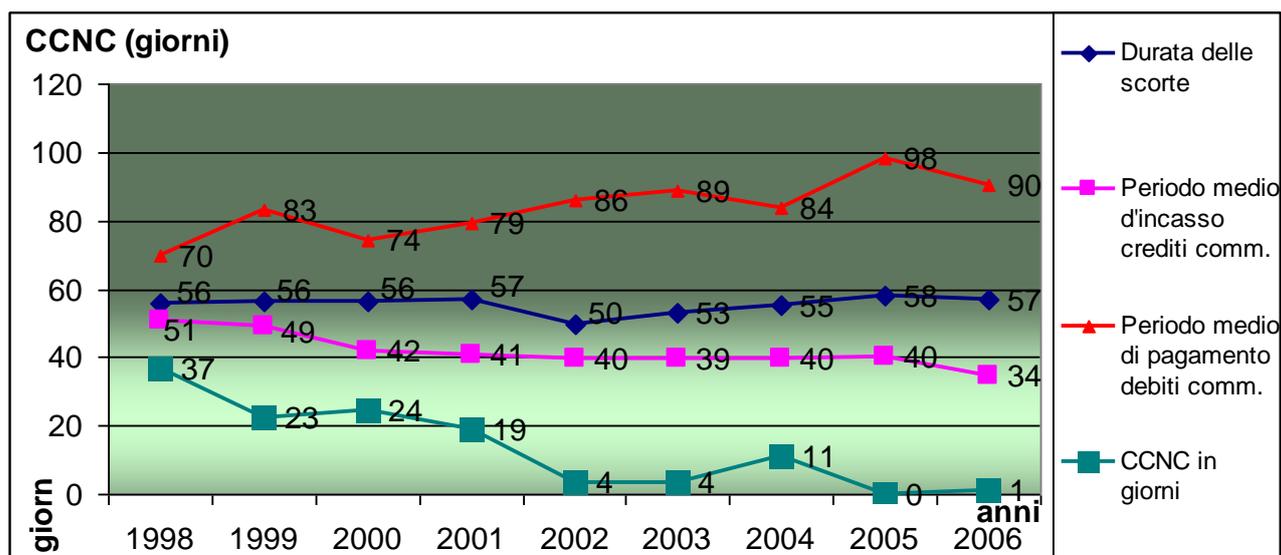
Il 15 settembre del 2005 il Consiglio di amministrazione ha deliberato l’aumento del capitale sociale al servizio del finanziamento Convertendo in scadenza il 20 settembre mediante l’emissione di 291.828.718 azioni ordinarie a 10,28 euro cadauna. Le nuove azioni sono state sottoscritte dalle banche finanziatrici con il loro credito di complessivi 3 miliardi di euro, portando così ad un’ulteriore riduzione dell’indebitamento netto.

Il fabbisogno finanziario della gestione corrente. Il capitale circolante netto commerciale.

Una delle vie percorse dal management Fiat per la riduzione dell’indebitamento netto è quella della riduzione del capitale di funzionamento. Esso, anche detto capitale circolante netto commerciale (CCNC), è composto dall’ammontare dei crediti commerciali e del magazzino (al netto dell’ammontare degli anticipi ricevuti sui lavori in corso poiché di fatto essi coprono il fabbisogno generato dalle rimanenze), dedotto quello dei debiti commerciali. Esso indica, quindi, il fabbisogno finanziario netto connesso con il tipico ciclo continuativo

¹⁸⁶ Si stima in “*L’industria aumenta margini ed utili*” di G.Oddo in *Il Sole 24 Ore* del 14 Ottobre 2004 che se le banche lo avessero trasformato in azioni, ai valori di borsa di giugno avrebbero registrato una perdita totale di un miliardi e che di fatto hanno già provveduto a contabilizzare le rispettive minusvalenze.

delle operazioni di acquisto, trasformazione e vendita che contraddistingue la gestione corrente ed è per questa ragione che le sue variazioni concorrono a determinare il margine della posizione finanziaria netta. Come le giacenze di magazzino, anche la dilazione concessa ai clienti costituisce quindi un onere per l'azienda fornitrice poiché, in attesa di incassare il credito, non è in grado di reinvestire il ricavo conseguito generandosi così del fabbisogno finanziario.



Per quanto riguarda il suo andamento, esso è stato effettivamente in diminuzione sia nel 2001 che nel 2002, mentre nel 2003 e nel 2004 è progredito generando non liquidità, ma nuovo fabbisogno, fortunatamente negli ultimi due esercizi c'è stata una nuova discesa. L'andamento in valore assoluto del capitale di funzionamento si riflette anche sull'andamento del capitale circolante netto commerciale espresso in giorni.

L'andamento del ciclo del capitale circolante netto commerciale (espresso in giorni) risulta dalla sommatoria della durata media dei crediti commerciali e della durata media del magazzino, dedotta la dilazione media accordata dai fornitori.

La durata media dei crediti commerciali sommata alla durata media del magazzino indica il numero medio di giorni che intercorre tra il momento della formazione del magazzino a seguito degli acquisti (impiego di fondi) e quello della riscossione dei crediti commerciali derivanti dalle vendite (entrata di cassa), esprimendo quindi la durata complessiva dell'impiego di capitale circolante nello svolgimento del ciclo operativo corrente. Maggiore è il tempo necessario per incassare le vendite più è probabile che l'impresa debba far ricorso ad ulteriori finanziamenti per far fronte ai suoi impegni.

Dal 1998 al 2003 il suddetto ciclo è risultato sempre positivo (ad eccezione del 2002), il che significa che l'uscita di cassa per il pagamento dei debiti commerciali precede temporalmente l'entrata di cassa derivante dalla riscossione dei crediti commerciali.

Ciò indica che nel periodo considerato, è continuamente sorto un fabbisogno finanziario netto derivante dalla gestione corrente che non trova completa copertura nei debiti commerciali e che in quanto tale deve trovare copertura nelle altre fonti di risorse.

L'andamento mostra comunque una netta diminuzione del valore di tale ciclo (una prima riduzione si rileva nel 1999 ma la principale si è registrata nel 2001, 2002 e nel 2005). I valori sono diminuiti soprattutto grazie all'aumento del tempo medio di pagamento concesso dai fornitori (linea rossa) e alla riduzione della durata media delle scorte e del periodo medio d'incasso rispetto ai valori che gli stessi mostravano negli esercizi precedenti al 2001. Di conseguenza, dalla gestione operativa complessiva è sempre emerso nuovo fabbisogno ma progressivamente in diminuzione, come era richiesto dai piani di riduzione dell'indebitamento. Nel 2004 è stato registrato però un aumento del valore di detto ciclo riconducibile essenzialmente alle produzioni dei nuovi modelli (in particolare Fiat Auto) che si è riflesso in un aumento della durata media del magazzino, aumento non coperto dalla dilazione media concessa dai fornitori (la quale al contrario si è ridotta).

Il **punto 3** del piano di riduzione dell'indebitamento netto prevedeva la realizzazione di una serie di cessioni. La conseguenza è stata il saldo positivo fra cessioni e acquisizioni: infatti, il flusso determinato dalle cessioni di attività e di partecipazioni, al netto delle acquisizioni di partecipazioni, è stato positivo di 2688 milioni di euro nell'anno 2002 ed ha raggiunto i 3955 milioni di euro (al netto delle disponibilità liquide delle società cedute/acquisite) nel 2003¹⁸⁷.

Nel 2002, tra le operazioni di cessione si possono menzionare alcune che hanno determinato perdite, quale la vendita a prezzi di mercato della partecipazione detenuta in General Motors, le cessioni di divisioni della Teksid, di Magneti Marelli, e l'allineamento del valore di carico del Business Fraikin di Iveco al presumibile valore di realizzo (-210 mln. di euro che ha permesso di evitare la concentrazione della perdita sul 2003, anno dell'effettiva cessione dell'attività). Tali minusvalenze sono state parzialmente compensate dalle plusvalenze derivanti principalmente dalle cessioni del 34% di Ferrari¹⁸⁸, del 14% di

¹⁸⁷ Fonte: pubblicazioni finanziarie di Fiat Group.

¹⁸⁸ Ad acquistare il 34% del capitale sociale della Ferrari nel 2002 è stata Mediobanca S.p.a., nell'ambito di un consorzio di assunzione e collocamento in Borsa da essa promosso. Peraltra Fiat possiede un'opzione call che le consente di riacquistare le azioni Ferrari in ogni momento prima del 30 giugno 2006 ad un prezzo dell'esercizio dell'opzione che è pari all'originario prezzo di vendita più gli interessi di periodo in funzione del rendimento dei BOT, maggiorato del 4%.

Italenergia Bis, di alcune unità della Magneti Marelli e della partecipazione in Europe Assistance.

Nel 2003 sono state realizzate altre importanti cessioni di attività (il Gruppo Toro Assicurazioni, Fraikin, Ipi, FiatAvio S.p.a., Fidis Retail Italia e le attività di finanziamento retail Brasiliane che per questo motivo sono state consolidate), che hanno comportato elevate plusvalenze.

Nei successivi esercizi non si sono segnalate cessioni di rilievo.

5.4 Analisi di redditività del gruppo

CONTO ECONOMICO CONSOLIDATO RICLASSIFICATO										
GRUPPO FIAT										
(milioni di euro)	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
RICAVI NETTI	46257	45769	48123	57555	58006	55649	47271	45637	46544	51832
COSTO DEL VENDUTO:	38070	38520	40805	48961	49854	48619	40830	39121	39624	43888
MARGINE OPERATIVO LORDO	8187	7249	7318	8594	8152	7030	6441	6516	6920	7944
Spese generali e amministrative	4958	5031	5084	6108	6149	5782	4748	4701	4513	4697
R&S	1166	1264	1406	1725	1817	1748	1747	1350	1364	1401
Altri (oneri) e proventi operativi	-273	-208	-40	94	132	-262	-456	-415	-43	105
RISULTATO OPERATIVO	1790	746	788	855	318	-762	-510	50	1000	1951
Risultato partecipazioni(*)	167	286	361	304	-149	-690	-156	135	34	156
(Oneri) e proventi non operativi(**)	145	289	333	914	359	-2503	347	863	2024	110
Ris. ante interessi e tasse E.B.I.T.	2102	1321	1482	2073	528	-3955	-319	-678	3058	2217
(Oneri) e proventi finanziari	57	121	-458	-1023	-1025	-862	-979	951	-794	-576
Ris. ante imposte	2159	1442	1024	1050	-497	-4817	-1298	-1629	2264	1641
Imposte	609	526	518	472	294	-554	650	50	844	490
Ris. Netto della gest. caratteristica		916	506	578	-791	-4263	-1948	-1579	1420	1151
Ris. Netto del Gruppo e di Terzi	1550	916	506	578	-791	-4263	-1948	-1579	1420	1151
Ris. Netto di competenza del Gruppo	1248	621	353	664	-445	-3948	-1900	-1634	1331	1065
Reddito Netto delle minoranze	302	295	153	-86	-346	-315	-48	55	89	86

I **Ricavi netti**. Come si è avuto modo di affermare, poiché il punto di riferimento per l'indagine è costituito dai Bilanci Consolidati, la dinamica dei risultati netti di vendita risulta piuttosto condizionata dalle modificazioni apportate dall'area di consolidamento oltre che dalle dinamiche della domanda nei singoli settori.

A livello di Gruppo il periodo analizzato si apre con un calo dei ricavi netti nel 1998 dell'1,1% dovuto al deconsolidamento di Snia BDP (a parità di area di consolidamento i ricavi si sono aumentati del 2,2% grazie ai notevoli incrementi registrati da settori quali Iveco, Magneti Marelli e Toro Assicurazioni). Un incremento dei ricavi netti di vendita del 5,1% si è avuto nel 1999, per gran parte spiegabile da modifiche dell'area di consolidamento: si legge, infatti, nelle pubblicazioni finanziarie del gruppo che escludendo gli effetti di tali variazioni l'incremento sarebbe stato più limitato (circa l'1%).

Lo stesso dicasi per il 2000, quando i ricavi netti sono progrediti del 19,6% poiché per gran parte l'incremento è stato causato dalla variazione dell'area di consolidamento ed in parte minore dall'andamento dei cambi (soprattutto il forte apprezzamento del dollaro USA e della sterlina inglese sull'euro). Eliminando tali effetti, l'incremento del fatturato è stato di circa il 5%. Nel 2001, nonostante già si avvertissero gli effetti del rallentamento generale dell'economia del comparto automotoristico (che inevitabilmente colpisce tutti i settori industriali del Gruppo e non solo Fiat Auto) si è avuta una crescita dei ricavi netti dello 0,8% (grazie al +21% fatto registrare dalle Attività Assicurative) mentre dal 2002, invece, i ricavi netti del gruppo hanno subito una flessione generata prevalentemente dal Settore Automobili. Nel 2003 i ricavi netti consolidati sono calati del 15,1% (-7,3% a parità di area di consolidamento). Oltre alle cessioni e al calo dei volumi di Fiat Auto, si deve aggiungere che per la prima volta anche i cambi hanno determinato i cali del fatturato dato il rafforzamento dell'euro nei confronti delle principali altre valute. Nel 2004 i ricavi si sono ridotti dell'1,2% rispetto all'anno precedente attribuibile essenzialmente alle cessioni di attività, tuttavia nei confronti dell'anno precedente escludendo i ricavi dei business ceduti c'è stata una crescita del 5% determinata dall'aumento dei volumi di attività nella maggior parte dei Settori. Il 2005 ha registrato una crescita dei ricavi netti del 2,4% in virtù della crescita ottenuta nell'area Automobili, in Iveco, CNH e nell'area Componenti e Sistemi di Produzione, anche nell'ultimo esercizio c'è stato un incremento dei ricavi netti dell'11,4% soprattutto grazie al contributo positivo di Fiat Auto e Iveco.

Di fatto, **importanti settori come quello delle Automobili e CNH** (che insieme realizzano nel 1999 il 61% del fatturato del gruppo) **registrano un calo delle unità vendute** durante il corso di tutto il periodo considerato, ad eccezione degli ultimi due esercizi caratterizzati da una ripresa nelle vendite. Il settore Auto sconta dapprima gli effetti del calo di quota di mercato in Polonia (manifestatosi con un -10,1% dei ricavi netti nel 1998) e della crisi dei paesi del Mercosur e le crisi economiche di Brasile (nel 1998 -28,3% delle vendite rispetto al 1997) ed Argentina (manifestatasi con il deprezzamento del Real Brasiliano rispetto all'euro ed il conseguente sensibile incremento degli sconti da parte dei concorrenti che hanno ridotto la competitività di Fiat in un mercato caratterizzato dalla forte contrazione della domanda di automobili)¹⁸⁹. Nonostante un importante recupero di unità vendute dal 2000 in Brasile (+13,2% nel 2000 e +14% nel 2001, crescita poi arrestatasi), il mercato

¹⁸⁹ Si fa tuttavia notare in *Nota Integrativa al Bilancio Consolidato 1998-* come l'elevato contenuto locale delle produzioni auto del gruppo in Brasile crea anche dei benefici dalla svalutazione del real brasiliano nel momento in cui esse sono esportate, ad esempio nell'area europea.

argentino, invece, ha registrato un vero crollo delle nuove immatricolazioni (-44% nel 2001) e, di conseguenza, il mercato delle auto latino americano è rimasto sempre al di sotto dei livelli precedenti il 1998 (esso valeva circa un milione e settecentomila autovetture l'anno nel 1997 mentre al 2003 solo 1,223,000 auto, nonostante la ripresa registratasi nello stesso anno in Argentina con il +41% delle immatricolazioni). Solo negli ultimi tre esercizi si è registrato un trend positivo delle vendite nel sudamerica riportando il mercato ai livelli di immatricolazioni del 1997.

CNH è invece interessata dalla ridotta domanda di macchinari agricoli del Nord America e dell'Europa. Inoltre, nel 2001, i minori ricavi corrispondono a minori unità vendute in ottemperanza alle richieste delle autorità antitrust nordamericane ed europee in seguito all'acquisizione del Gruppo Case. Negli anni successivi si è assistito ad un calo più netto. Nel 2002 e 2003 si registra una ripresa delle unità vendute nel comparto delle macchine agricole, cui si contrappone però il calo notevole in quello delle macchine da costruzione (in cui continua a pesare il forte calo della domanda nei mercati principali). A ciò si aggiunge il negativo effetto conversione determinato dal rafforzamento dell'euro rispetto al dollaro (che non permette di apprezzare l'aumento dei ricavi espressi in dollaro, che è la valuta del Settore). Il 2004 è stato un anno di forte crescita per il mercato delle macchine agricole con un incremento delle vendite soprattutto nel Nord America, ma anche le macchine per le costruzioni non sono state da meno con una crescita del 48% nell'America Latina, grazie soprattutto ad una forte crescita di tutto il mercato mondiale. Nel 2005 l'andamento commerciale di CNH è stato sostanzialmente quello del 2004, si è registrata una diminuzione della quota di mercato in America Latina compensata però da una crescita nei paesi nel resto del mondo. Nel 2006 il mercato di CNH delle macchine per l'agricoltura ha presentato andamenti differenti tra le diverse aree geografiche è da segnalare però una lieve perdita della quota di mercato mentre il mercato delle macchine per le costruzioni è cresciuto complessivamente dell'11% rispetto all'anno precedente, beneficiando dell'andamento favorevole della domanda.

Le difficoltà dei paesi del Mercosur, e soprattutto dell'Argentina hanno spinto il Gruppo a ridimensionare la sua presenza locale (in termini di stabilimenti produttivi ed addetti) a partire dal 2001 (ciò vale soprattutto per Fiat Auto ed Iveco).

5.4.1 Gli effetti dell'innovazione di prodotto

I settori Automotive sono particolarmente influenzati nelle loro performance reddituali dal succedersi delle fasi di rinnovo dei prodotti offerti: in particolare, si nota come il risultato netto di tali settori sia piuttosto soggetto al modo con cui si combinano tempisticamente le *phase out* delle precedenti linee con i costi di lancio delle nuove *phase in* e come tali operazioni determinino significative variazioni nelle quote di mercato e dei risultati reddituali da un trimestre all'altro.

Gli studi condotti sul tema¹⁹⁰ evidenziano come gli indicatori di economicità siano influenzati dalla dinamica del ciclo di vita dei prodotti.

L'obiettivo sarebbe quello di conseguire un portafoglio di attività **bilanciato**, ossia costituito da ASA (aree strategiche d'affari) presenti in ognuna delle fasi del ciclo di vita di un prodotto in modo che sia sempre garantita continuità al flusso di innovazione. In altre parole, il lancio di nuovi prodotti deve essere coperto dalla presenza di prodotti in fase di maturità¹⁹¹ e viceversa.

Nelle fasi di rinnovo della linea di prodotto (tipicamente presenti nei settori Automotive che sono per lo più caratterizzati da acquisti non di prima dotazione ma di sostituzione), si realizzano gli investimenti in innovazione, che per la parte relativa alle spese in R&S, quelle di pubblicità e promozioni di vendita, sono interamente ammortizzati nello stesso esercizio in cui si sostengono (ossia, per gran parte non sono classificati nella voce immobilizzazioni e quindi riducono di molto i volumi della redditività operativa).

Poiché il prodotto che viene lanciato è nuovo, vi è generalmente l'esigenza di avere "scorte di sicurezza" maggiori di quelle che si hanno per prodotti "vecchi" (cioè in fase di maturità del loro ciclo di vita) in quanto non si posseggono nel caso del prodotto nuovo conoscenze quali quelle provenienti dall'andamento "storico" delle vendite: di conseguenza la situazione patrimoniale di questo nuovo prodotto sarà caratterizzato da una maggiore incidenza delle rimanenze sull'attivo corrente. Gli effetti maggiori si hanno laddove l'innovazione di prodotto richieda ingenti investimenti specifici in immobilizzazioni perché si avrebbe uno sbilanciamento dell'attivo fisso rispetto alle attività correnti.

È poi essenziale che il nuovo prodotto progredisca nelle fasi di sviluppo entro tempi finanziariamente sostenibili e, soprattutto se si vuole difendere la quota di mercato, è

¹⁹⁰ Qui si fa riferimento a quello condotto da M.Solbiati, *Gli indicatori di economicità e il ciclo dei prodotti*, in *Amministrazione & Finanza* n.19/1994.

¹⁹¹ Dinanzi ad un gruppo industriale come quello Fiat, è possibile distinguere Asa a due livelli: quello dei settori complessivi di attività di gruppo (per cui è un'Asa il settore auto, quello dei veicoli industriali o anche CNH, etc.) ed il livello specifico di ogni settore (per cui ogni settore ha propri brand operativi in più segmenti di mercato) ma la scomposizione meriterebbe maggiore dettaglio.

essenziale che ciò avvenga prima che le precedenti linee di produzione cadano in fase di declino. Se ciò si realizza, il fatturato dell'impresa comincia per parte maggioritaria ad essere generato dalla nuova linea di produzione permettendo la dismissione delle vecchie linee e allo stesso tempo, di ridurre l'incidenza dei costi fissi sui ricavi netti di vendita.

Un aspetto importante da considerare circa i tempi d'introduzione e lancio della nuova gamma è proprio l'impatto che essi hanno sulla quota di mercato che si riesce a difendere, quindi con effetti diretti sui ricavi di vendita che si conseguono. Ciò perché è probabile che mentre in brand si trova sul mercato con prodotti in fase avanzata del loro ciclo di vita, i concorrenti potrebbero invece essere impegnati nell'introduzione di nuovi modelli. È risaputo che nelle fasi di introduzione è intensa la campagna pubblicitaria tesa a far conoscere la novità del prodotto lanciato e, se questa è fatta principalmente dai propri concorrenti, è sufficiente distogliere l'attenzione dei propri clienti target dai propri prodotti. Ad esempio, Fiat si è trovata in questa infelice condizione nel 1998, si legge, infatti, in *Bilancio Consolidato di Fiat Auto 1998*, a proposito del calo di redditività delle vendite registrato sul mercato italiano, che «mentre Fiat Auto si è trovata nel momento meno favorevole del ciclo di rinnovo dei suoi prodotti (si riferisce al fatto che, soprattutto il brand Fiat, era presente sul mercato con modelli prossimi alla fase di declino come la prima versione della Punto, la “vecchia” Panda, la Bravo/Brava, la Marea, l'Alfa 145/147, la Lancia Dedra e Delta, etc.) numerosi costruttori hanno introdotto nuovi modelli, in particolare nella fascia medio bassa».

Tale considerazione vale anche per gli esercizi successivi. Si apprende, ad esempio, che la performance negativa di Fiat Auto del 1999 è dovuta (oltre che al perdurare della crisi del Mercosur che ha altre determinanti) al fatto che il Settore ha risentito in Europa, per i primi tre quarti dell'anno della fase di rinnovamento dei prodotti. In particolare, Fiat Auto ha dovuto affrontare l'inizio di un periodo di forte competizione fra i diversi costruttori – caratterizzato dall'uso della leva dei prezzi – proprio nel momento dell'uscita dalla produzione del precedente modello della Punto e della Lancia Dedra (nel 1998). Lo stesso vale per il calo delle vendite registrato nel 2000, in un segmento importante come quello dei “*intermediate/compact veichles*” che è dovuto al calo delle vendite dei modelli “Fiat Bravo/Brava”, giunti in fase finale del loro ciclo di vita ed in vista della loro completa sostituzione da parte di “Fiat Stilo” nel 2001.

In realtà, il 2000 è stato anche un anno importante per l'innovazione di prodotto del gruppo intero, con i seguenti lanci che hanno permesso di interrompere momentaneamente il trend negativo delle vendite: per Fiat Auto il lancio della nuova (linea) della “World Car” Palio

(per incontrare meglio le richieste della domanda brasiliana, prima, e della Cina nei successivi sviluppi della linea), di Fiat Doblò e Doblò Cargo, di Alfa Romeo 147, il lancio di nuovi trattori agricoli per CNH (che sono coincisi con la ripresa da allora delle unità vendute dal comparto delle macchine per l'agricoltura), lo sviluppo di nuovi motori per Iveco, il lancio per la Ferrari della 360 Spider e della Maserati 3200 GT coupè (con cui Ferrari ha avviato delle iniziative volte a rilanciare il marchio Maserati). In questo caso (l'esercizio 2000), quindi, il bilanciamento delle phase in e delle phase out è stato positivo: si vedrà come il 2000 abbia visto un miglioramento del risultato operativo di molti settori (come, soprattutto, il ritorno in utile operativo di Fiat Auto). Anche il 2005 in questo senso è stato un anno di forte ripresa con il miglioramento del risultato operativo di quasi tutti i settori, grazie all'introduzione di nuovi modelli sul mercato: Croma, Panda Cross, Sedici, Grande Punto, Alfa 159, il miglioramento di una serie di modelli del marchio Lancia, questo solamente per citare alcuni esempi del settore Auto; tale trend positivo è stato seguito poi nel 2006 con l'ampliamento dell'offerta della gamma di quasi tutti i modelli di autoveicoli e autoveicoli commerciali, facendo segnare un ulteriore incremento del risultato operativo.

5.4.2 L'evoluzione della performance economica di Fiat Auto e degli altri settori principali.

Il periodo considerato nell'analisi si apre per il settore con una perdita pari a 258 milioni di euro dopo gli utili record del settore e del gruppo Fiat intero registrati nell'esercizio precedente. Il fatturato è calato del 9,3% rispetto al 1997. Tra le cause di questa performance negativa, che riguarderà tutto il periodo 98-2004, vi è innanzitutto da segnalare la **cronica perdita di mercato di Fiat Auto** in Italia ed in Europa a vantaggio dei suoi principali concorrenti, come evidenziato in tabella (il mercato europeo è il più importante per Fiat Auto poiché in esso avvengono, in media, ogni anno più del 70% delle vendite).

La perdita di quota di mercato, da parte del settore più importante del gruppo nel determinare i risultati, è un fenomeno assolutamente rilevante. Tra l'altro, ad aggravare gli effetti della crisi di competitività vi è il fatto che, a partire dal 2000 si assiste ad un'inversione di tendenza, del mercato europeo dell'auto, che dopo diversi anni in crescita (intervallati solo da diversi cali) vede un calo complessivo delle unità vendute del 2,1%.

Esistono secondo l'Area (che è l'associazione dei costruttori europei che si occupa di realizzare tali rilevazioni) problemi nell'economia di molti Paesi e questo si riflette nella propensione all'acquisto di auto. In Italia, dopo i risultati record del 1997 determinati dagli "ecoincentivi", il mercato dell'auto ha progressivamente ridotto la sua dimensione.

Il settore aveva già affrontato una grave crisi del mercato dell'auto nel 1993 (in Europa, le immatricolazioni registrarono un calo rispetto al 15,4% dell'anno precedente) che aveva portato ad una perdita netta di Fiat Auto pari ad oltre 900 milioni di euro. Tuttavia, la situazione del 1993 non è paragonabile con quella del 2003 perché in quel caso i marchi Fiat Auto avevano notevolmente rafforzato la propria quota di mercato in Italia, Polonia e Brasile e la perdita di quota in Europa Occidentale era stata piuttosto limitata. Inoltre, la situazione era differente perché nel 1993 il risultato d'esercizio negativo era quasi tutto dovuto alla perdita operativa registrata per il calo delle unità vendute mentre nel periodo 1998-2003, alle perdite operative, si sono sempre aggiunti i saldi altrettanto negativi delle altre gestioni (in particolare, a causa del peso dell'indebitamento ed oneri straordinari) aggravando così il risultato economico negativo complessivo di settore.

Dalle difficoltà del 1993, il settore ne è uscito sostanzialmente con l'innovazione di prodotto: dal mese di novembre dello stesso anno iniziò, infatti, la fortunata commercializzazione del primo modello della Fiat Punto (prodotta in 3,3 milioni di esemplari) che terminerà nel 1999 (anno di introduzione della seconda generazione di Fiat Punto). Già l'anno successivo, nonostante il mercato dell'auto avesse denotato solo i primi segni di ripresa, la quota di mercato di Fiat Auto in tutti i mercati di operatività aveva visto una crescita ed in Italia era "volata" al 46,2% (rispetto al 44,9% del 1993). Negli esercizi successivi il mercato dell'auto è stato complessivamente in crescita fino all'inversione di tendenza del 2000; negli stessi anni è però cominciata la quota di perdita di mercato di Fiat Auto protrattasi fino al 2005 in Italia, nel 2006 si sono avuti i primi timidi segnali di ripresa, mentre in Europa la perdita di quote di mercato continua inesorabile a favore del gruppo Volkswagen ma soprattutto delle case automobilistiche giapponesi, le quali hanno ormai raggiunto livelli di qualità ed efficienza veramente eccellenti.

In termini di equilibrio economico, si deve sottolineare come il ripetersi negli esercizi di tale situazione può sviluppare fenomeni di estensione – di lungo periodo- delle difficoltà al resto del gruppo (in termini ad esempio di capitale investito) comporta il venir meno di risorse importanti per finanziare i progetti degli altri settori (oltre che di quello direttamente colpito), di cui a lungo andare ne intacca la loro stessa economicità.

Per quanto riguarda i mercati importanti fuori Europa, fino al 2001 Fiat Auto era leader in Polonia (seppur già con una quota di mercato in diminuzione) mentre in Brasile era seconda solo al Gruppo VW fino al 2000, mentre nel 2001 aveva conseguito la *leading position*. Dal 2002 Fiat Auto ha perso la sua leading position in entrambi i mercati.

La tabella mostra come Fiat Auto, nel periodo considerato, abbia perso quote di mercato in tutti i mercati principali.

QUOTA DI MERCATO % DI FIAT AUTO	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Italia	42,6	39	35,6	35,6	34,6	30,2	28	28	28	30,7
Europa Occidentale (esclusa l'Italia)	5,1	5,3	4,7	4,9	4,6	4	3,5	3,5	3,4	3,7
TOTALE EUROPA OCCIDENTALE	11,9	10,9	9,6	10,00	9,5	8,2	7,4	7,2	6,5	7,6
Brasile	29,4	28,9	27,3	27,6	28,5	25,8	25,2	23,6	24,4	25,3
Polonia	35,3	30,1	27,7	26,8	23,2	17,7	17,8	17,1		
Unità totali vendute	2640	2397	2328	2350	2092	1860	1695	1766	1697	1980
<i>Fonte FiatGroup Pubblicazioni Finanziarie</i>										
Variazione percentuale del mercato delle automobili italiano	+39,2%	- 1,4%	-1,3%	+3,3%	+0,1%	- 5,9%	- 1,2%	+0,5%	- 1,3%	+3,7%
Variazione percentuale rispetto all'anno precedente del mercato auto dell'Europa Occidentale	+4,7%	- 1,6%	+4,8%	-2,1%	+0,7%	- 2,9%	- 1,2%	+2,1%	- 0,2%	+0,7%

Quota di mercato di Fiat Auto e dei suoi principali concorrenti in Italia

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Gruppo Fiat	39,0	35,5	35,6	34,6	30,2	28,0	28,04	28	30,7
Gruppo VW	12,0	12,2	11,8	12,3	12,4	11,4	10,56	11,2	10,4
GM-Opel	9,1	8,9	8,6	8,9	8,4	7,3	7,39	7,56	6,49
Gruppo Psa	6,6	6,9	7,6	8,1	9,9	11,1	11,16	10,07	9,75
Ford	9,0	8,7	8,4	9,0	9,6	8,8	8,05	7,39	7,71
Renault	7,5	7,8	7,0	7,0	6,9	7,4	6,98	6,37	5,3
Giapponesi	6,5	7,5	8,3	9,0	10,1	11,4	14,12	15,34	14,6
Altre	10,3	12,5	12,7	11,1	12,5	14,6	13,7	14,07	15,05
TOTALI	100								

Fonte UNRAE

Quota di mercato di Fiat Auto e dei suoi principali concorrenti in Europa Occidentale

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Gruppo Fiat	10,9	9,5	10,0	9,6	8,2	7,4	7,3	6,4	7,5
Gruppo VW	17,9	18,6	18,4	18,6	18,2	18,2	18,5	19,3	20,2
GM-Opel	11,6	11,6	10,9	10,8	10,0	9,8	10,6	10,6	10,2
Gruppo PSA	11,3	12,1	13,1	14,5	15,1	14,8	13,8	13,4	13,1
Ford	11,9	11,1	10,3	11,2	11,4	11,0	10,9	10,7	10,5
Renault	10,5	11,0	10,6	10,6	10,7	10,6	10,2	9,7	8,6
Giapponesi	12,1	11,6	11,5	10,6	11,6	12,7	13,4	13,9	14,5
Altre	13,8	14,5	15,2	14,1	14,8	15,5	15,3	16	15,4
TOTALI	100								

Fonte UNRAE

In Form 20F¹⁹² si giustifica il calo di quota in Europa come dovuto alla più intensa competizione, alle promozioni ed incentivi ed anche all'arricchimento da parte dei concorrenti del numero di componenti (gli anche detti optional) che sono inclusi nell'offerta standard a parità di prezzo: Fiat ha risposto avviando politiche di incremento dell'efficienza nei costi di produzione per rimanere al passo della riduzione di prezzo operata dai concorrenti e con l'aumento delle spesa pubblicitaria (inclusa nella voce "spese generali" del

¹⁹²Le società estere quotate nei mercati Usa hanno l'obbligo di redigere e consegnare alla Sec il Form 20, ovvero un documento nel quale i conti annuali consolidati della società estera vengono riesposti usando gli US Gaap.

conto economico riclassificato), delle spese di sostegno alla rete di Fiat Auto e dell'aumento delle spese in R&S.

Ciò nonostante, la pressione competitiva è continuata nel periodo considerato, producendo un ulteriore peggioramento della performance del settore. Nonostante il lieve recupero di unità vendute nel 2000, i maggiori costi dovuti alle operazioni sopra elencate per il rafforzamento hanno impedito il raggiungimento di una migliore redditività. La tabella seguente riporta l'evoluzione della performance economica quale risultato degli eventi sopra illustrati.

Automobili (Fiat Auto)

<i>(milioni di euro)</i>	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Ricavi netti	26.202	24.859	24.101	25.361	24.440	22.147	20.010	20.539	19.533	23.702
Risultato operativo	758	-108	-121	44	-549	-1343	-979	-840	-818	727
Risultato netto	402	-258	-493	-599	-1442	-2739	-2058	-2019		
R.O.S.	+2,9%	-0,4%	-0,5%	+0,2%	-2,2%	-6,1%	-4,9%	-4,1%	-4,2%	+3%
Dipendenti (n. medio)	118.109	93.514	82.553	74.292	55.174	49.544	44.563	45.121	46.099	44.691

In questo contesto di crisi congiunturali dei mercati di espansione e di perdita di competitività nei mercati di presenza consolidata, la performance economica del settore Fiat Auto era penalizzata anche dai costi di insediamento nei nuovi mercati come la Cina in cui sono stati effettuati gli investimenti necessari ad avviare la produzione della rinnovata linea Palio a partire dal 2001 (le trattative per giungere alla sigla dell'accordo necessario all'avvio della produzione in Cina era iniziata già nel 1995, cui poi si sono aggiunte nel 1993 la Fiat Siena e la Palio Weekend).

Il mercato cinese dell'auto è stato fin da subito al centro degli interrogativi degli osservatori: secondo alcuni, come McKinsey, le vendite di Auto nel grande paese asiatico sarebbero potute triplicare nel giro di pochi anni, arrivando a 6 milioni già nel 2003. Altri si sono mostrati più scettici in relazione all'agguerrita concorrenza che caratterizzerà la Cina.

Nel 2001, la ripresa delle vendite, è stata affidata al lancio di Fiat "Stilo", un'auto con target, in un primo tempo, il livello più alto del segmento delle "intermediate/compact car" con una notevole ricchezza di componenti elettronici inclusi nell'equipaggiamento standard. I ricavi netti sono invece diminuiti così come la quota di mercato ed il risultato operativo è tornato in perdita. Nel 2002 è stato necessario il rilancio (e il riposizionamento) dello stesso

modello, con versioni meno costose (in cui l'equipaggiamento, prima standard, era divenuto *optional*).

Ma sono stati soprattutto il 2003 ed il 2004 gli anni di più intenso rilancio dei brand e di rinnovo dei prodotti con i lanci della nuova "Fiat Panda" (nel settembre 2003, che ha conquistato il titolo di "auto dell'anno"), della compatta "Lancia Ipsilon" (settembre 2003), di "Fiat Idea" (gennaio 2004) e di "Alfa GTA sport coupè" (sempre nel 2004). Il rilancio dei brand è avvenuto anche con la commercializzazione di auto dotate dell'innovativo motore "Multijet 16-valve" (che è una tecnologia sviluppata originariamente dal centro ricerche Fiat e da Magneti Marelli e solo unitamente realizzata in questa nuova generazione "Multijet" con Fiat-GM Powertrain). Multijet è una rivisitazione del sistema di iniezione JTD che assicura una riduzione delle emissioni del 30% ed un miglioramento delle performance del 40%.

L'operazione ha previsto complessivamente il lancio di 14 veicoli rinnovati o completamente nuovi fra il 2004 o il 2006. L'introduzione sul mercato dei primi fra questi nuovi modelli è avvenuta però tra la fine del 2003 e l'inizio del 2004, per cui anche il 2003 è stato un anno pesante per Fiat Auto sia in termini di vendite che di quota di mercato.

Si tratta comunque di investimenti oggi più che mai ad elevato rischio. La competizione impone oggi innovazione continua che richiede investimenti imponenti (sulla "Nuova Panda" la Fiat ha puntato 600 milioni di euro) mentre i margini di profittabilità si riducono e si accorciano i cicli di vita delle vetture. Quest'ultimo aspetto, l'inferiore durata del ciclo di vita dei prodotti crea il problema dell'eccesso di capacità produttiva: i costi sostenuti per la messa in opera dei nuovi modelli devono essere recuperati in minor tempo e, soprattutto, con minori volumi di produzione perché è più ristretta la capacità di assorbimento del mercato. Allo stesso tempo la competizione impedisce di risolvere interamente il problema aumentando i prezzi di vendita. Il Gruppo Fiat ha quindi puntato sul lancio di modelli che il mercato riconosca come nuovi seppur realizzati a partire da impianti e tecnologie di base sempre più condivise. Ciò riduce i costi di innovazione e allunga la vita utile degli impianti se convenientemente utilizzabili per consentire i diversi lanci congegnati in modo che sia sempre garantita continuità al flusso di innovazione.

La condivisione di cui si parla valica i confini del Gruppo (e dei suoi brand) interessando, tramite anche le varie imprese collegate dei vari settori della componentistica, gli stessi concorrenti sul mercato dell'Auto. Ciò permette di ridurre il costo della componentistica che altrimenti graverebbe a livello unitario sul prodotto finito (in questo caso l'automobile). Non a caso nelle pubblicazioni finanziarie del Gruppo non si manca di notare come siano proprio

i settori della componentistica ad avere un ruolo fondamentale sull'innovazione di prodotto: lo sviluppo a tale livello dell'innovazione risulta di fatto meno costosa proprio perché i suoi costi e le risorse necessarie sono condivise con dei partner ed hanno quindi uno sbocco ben più ampio di quello consentito dal solo indotto Fiat.

Le iniziative descritte sono rientrate nel piano di rilancio del Gruppo Fiat, il quale ha tra i suoi obiettivi per il settore Auto quello del pareggio operativo nel 2005 e quello netto nel 2006, obiettivi raggiunti con un anno di ritardo.

Alla ricerca di una maggiore efficienza, Fiat Auto ha provveduto ad utilizzare programmi di outsourcing (come fatto anche dal resto del Gruppo). Ciò vale anche per il personale. A questo proposito si assiste ad un proporzionale spostamento dei volumi produttivi negli impianti esteri. Il motivo è facilmente visualizzabile in un articolo pubblicato sul SOLE 24 ORE:

«Quindici anni fa Fiat in Piemonte dava lavoro tra diretto ed indiretto a circa 130 mila addetti, oggi non si supera la quota di 30 mila. L'anno scorso (il 2004) per la prima volta la Fiat ha prodotto all'estero più auto che in Italia: 970mila contro 950mila... è lo stabilimento polacco di Tychy, da dove esce la Panda a guidare la classifica dei volumi di produzione con oltre 300mila vetture all'anno. I sindacati incalzano anche il Governo perché intervenga per difendere l'italianità dell'auto ma con un costo industriale (orario) che oscilla tra i 60 euro di Pomigliano e Melfi e gli 80 e più euro di Mirafiori e Termini Imprese; i 30 euro di Tychy e quelli ancora inferiori di Brasile e Turchia non possono non essere determinanti sulle scelte delle localizzazioni produttive di un gruppo che da anni vede l'auto drenare in continuazione risorse (oltre 5 miliardi di euro in questo avvio di millennio)». In tale contesto deve essere inserito anche l'annuncio dell'accordo (una licenza per l'uso dei marchi Fiat) con l'iraniana Pidf – per la produzione di 250mila auto all'anno destinate al mercato locale – senza per Fiat dover costruire stabilimenti nel Paese ma rappresentando per il Gruppo un nuovo sbocco per la produzione di componenti (nel caso saranno quelli della Fiat Multipla).

Si sono avviate innovazioni di prodotto che permettono di creare autovetture differenziate a partire dalla stessa “piattaforma”, ovvero modelli plurimi che condividendo il telaio e la dimensione, possono essere realizzati da stessi impianti produttivi (limitando così gli investimenti necessari per le varie fasi di innovazione del prodotto¹⁹³. Ne sono un esempio la Fiat Idea, la Lancia Musa e la Lancia Ipsilon (le nuove “piccole” al cui lancio è stato affidato

¹⁹³ Condividono la stessa piattaforma la Siena e la Palio (modelli della linea “World Cars”, che è specificamente disegnata per incontrare le richieste dei mercati auto in via di sviluppo, specie per il costo), lo stesso vale per Fiat Bravo e Brava e per Alfa Romeo 156/Lancia Lybra, ognuna di queste coppie di autovetture condivide la stessa piattaforma di base.

il rinnovo dei brand di Fiat Auto): esse infatti condividono la stessa “piattaforma” (pianali, motori e componenti sono comuni) che è quella della Fiat Punto. Inoltre, la nuova strategia produttiva si basa sulla specializzazione degli stabilimenti per piattaforma, allo scopo di ottenere maggiori sinergie ed una più ampia flessibilità.

Tali iniziative rendono palese come per Fiat Auto sia pressante il problema della riduzione dell'eccesso di capacità produttiva che è un problema comune ad altri grandi gruppi automotoristici concorrenti. Si afferma a proposito in un articolo che: « nella sola Europa Occidentale, secondo alcune stime, l'eccesso di capacità produttive sarebbe addirittura del 30% »¹⁹⁴.

Visto l'aggravarsi delle perdite, nel 2002 Fiat Auto ha provveduto ad una sua riorganizzazione interna sulla base della quale sono state create quattro unità di business: “Fiat/Lancia/Veicoli commerciali leggeri”, “Alfa Romeo”, “International Development”, e “Services and Financial Activities” che funzioneranno come entità autonome ognuna con il suo chief executive officer e margini di competenza sullo sviluppo di prodotto, produzione, marketing e distribuzione. Inoltre, si prevede la riduzione della forza lavoro di 2400 unità, il rinnovo delle linee di prodotto e la massimizzazione dell'uso di processi e componenti comuni.

In Brasile prima, e in Argentina poi, Fiat Auto ha provveduto ad intense organizzazioni produttive volte anche al taglio dei costi che vi si sostenevano con anche la riduzione della forza lavoro e della capacità produttiva presente: si legge, a proposito, sulle pubblicazioni Finanziarie del Gruppo Fiat, che in Brasile tali politiche hanno avuto successo, permettendo di abbassare il *Brek even point* in modo che sia più facilmente conseguibile con i minori ricavi di vendita.

Per quanto riguarda la distribuzione, Fiat Auto si avvale di una rete di venditori particolarmente fitta in Europa (priva di distributori intermedi) che però presenta un numero di unità vendute per venditore minore rispetto ad esempio al modello del Nord America e quindi con anche costi unitari di distribuzione più elevati: l'intento del Gruppo è stato quello di operare una selezione di venditori più proficui cui indirizzare le attività di supporto e di marketing e sulla base dei quali attivare servizi più efficienti di customer satisfaction.

A fronte delle vendite dei veicoli sorgono tipicamente i crediti verso le reti di vendita. Essi sono per lo più gestiti nell'ambito di programmi di finanziamento alle reti quale componente tipica di portafoglio delle società di servizi finanziari (le stesse società che si occupano del finanziamento al cliente finale). Tali crediti sono fruttiferi di interessi, ad eccezione di un

¹⁹⁴ Cfr. M.Maggi, *SALONE DI FRANCOFORTE / LA GRANDE PAURA*, in *l'Espresso*.

primo limitato periodo di dilazione non onerosa (mediamente tali crediti vengono incassati in un periodo variabile tra 2 e 4 mesi).

Il risultato operativo nel periodo considerato è stato sempre in perdita ad eccezione del 2000, anno in cui invece è stato positivo, grazie soprattutto al buon esito delle vendite dei nuovi modelli (nel segmento più importante in termini di vendite, quello della *subcompact* “Nuova Punto”, “Alfa 147” ma anche di “Lancia Lybra” lanciate a fine 99), in sostituzione di quelli giunti in fase di maturità (in particolare, questi lanci hanno consentito di recuperare il calo delle vendite che si era verificato nel segmento di Fiat Bravo/Brava in corso di sostituzione) ma anche grazie a migliori performance in Brasile (soprattutto dal lato dei costi di gestione). Negli altri esercizi, specie quelli successivi al 2001, il netto calo delle vendite ha portato un appesantimento della perdita operativa. Solamente nel 2006 il risultato operativo è tornato ad avere il segno positivo grazie al crescente successo dei nuovi modelli lanciati in precedenza, Grande Punto e Panda, oltre che dagli altri modelli introdotti nel corso dell’anno che hanno arricchito la gamma dei tre marchi.

Il risultato netto, sempre negativo, ha risentito nel 2001 di un aggravio degli oneri straordinari (principalmente accantonamenti a fondi ristrutturazione e le svalutazioni di alcune attività). La perdita netta record registrata dal settore nel 2002 è stata pari a 2739 milioni di euro (-1442 milioni di euro nel 2001), in peggioramento a causa del deterioramento della redditività operativa e di oneri non operativi netti (796 milioni di euro), derivanti principalmente dal piano di ristrutturazione (circa 550 milioni di euro). Nel 2003, il risultato netto d’esercizio è risultato negativo per 2058 milioni di euro e ancora una volta alla perdita operativa si sono aggiunti, seppur inferiori rispetto all’esercizio precedente, gli oneri non operativi (principalmente oneri di ristrutturazione). Anche nel 2004 si è registrata una perdita netta di 2019 milioni di euro. Negli ultimi due esercizi il valore relativo a tale dato non emerge dalle pubblicazioni finanziarie del Gruppo.

5.4.2.1 Fiat- GM

Il 13 Marzo 2000 con la sigla dell’accordo “Master Agreement” è stata avviata l’alleanza strategica fra General Motors e Fiat Auto con cui era stato ceduto a GM il 20% del settore automobili (ossia, il 20% del controllo di Fiat Auto Holdings BV, la società appositamente costituita come esito dell’accordo). Le tappe dell’accordo possono essere così sintetizzate:

- Il 1 giugno dello stesso anno Fiat Auto S.p.a. ha conferito le sue attività industriali, commerciali e finanziarie ad una nuova società che ne assumeva la stessa denominazione

mentre la precedente Fiat Auto S.p.a. divenne un holding controllante il settore con denominazione Fiat Auto Partecipazioni S.p.a.

- Il 24 luglio Fiat Auto Partecipazioni ha conferito l'intera partecipazione in Fiat Auto S.p.a. in nuova società capo-settore appositamente costituita, Fiat Auto Holdings BV, con sede ad Amsterdam di cui GM ha acquisito il controllo del 20% delle azioni sottoscrivendo un aumento di capitale di importo pari a 2400 milioni di dollari. Lo stesso giorno Fiat acquisiva il 5,4% delle azioni di GM corrispondente allo stesso importo pagato da GM, in modo da conseguire una partecipazione complessiva pari al 5,8% in GM.
- Fino al luglio 2009 GM ha diritto di acquistare in prelazione (comunque non si tratta di un'opzione call) la partecipazione di Fiat nel settore Auto ad un prezzo stabilito da Fiat (o anche ad uno inferiore che Fiat può o meno accettare) nell'eventualità in cui Fiat decida di vendere una sua partecipazione in Fiat Auto Holdings BV ad una terza parte. Lo stesso vale nel caso in cui a voler essere cedute siano le azioni detenute da Fiat in GM.
- Aspetto molto importante è inoltre l'accettazione da parte di Fiat di non consentire a che Fiat Auto o Fiat Auto Holdings compiano alcune significative azioni al livello corporate senza il consenso di GM per tutto il periodo in cui la stessa ne detenga la partecipazione azionaria.
- Nel 2001, si è dato luogo alla costituzione di due joint-venture industriali: la Fiat-GM Powertrain BV, un'azienda destinata alla produzione e cambi per automobili (settore preminente in entrambe le organizzazioni aziendali) e GM-Fiat Worldwide Purchasing, operante nella gestione degli acquisti, partecipate entrambe al 50% dal gruppo Fiat e per la restante parte dal gruppo General Motors.

Più propriamente quindi l'alleanza industriale con GM ha operato per il tramite delle due joint-venture. La joint-venture Powertrain, con sede a Torino avrebbe disposto 26000 persone in Europa e Sud-America, di 19 stabilimenti e 7 centri di ricerca e sviluppo in 11 paesi. La joint-venture avrebbe definito fin da subito un piano di convergenza delle famiglie di motori e di trasmissioni delle due case tale da promuovere, a regime, una rilevante riduzione del costo di prodotto.

La joint venture Purchasing, che ha sede a Ruesselsheim in Germania, agisce su un volume di acquisti di circa 32 miliardi di euro e già nel 2000 ha conseguito i primi risultati in termini di sinergie pari a oltre 20 milioni di euro di risparmi netti¹⁹⁵. Il piano strategico delle due joint-venture prevedeva per Fiat Auto nel 2001 il raggiungimento di risparmi nell'ordine di 200 milioni di euro da attribuirsi in misura predominante alla Joint-venture Purchasing, grazie alle più immediate sinergie che possono essere conseguite sugli acquisti; mentre le sinergie derivanti dal piano di convergenza della Joint-venture Powertrain e,

¹⁹⁵Fonte *Relazione sulla Gestione 2000 e Form 20 F 2000 del Gruppo Fiat*, pag. 10 e segg..

successivamente, quelle originate dallo sviluppo congiunto di nuove architetture di prodotto si sarebbero dovute apprezzare nel medio periodo (si fa riferimento allo scambio di piattaforme, la Nuova Fiat Punto è basata su un pianale comune alla Opel Corsa e la Fiat Croma utilizza l'autotelaio Vectra-Signum). In entrambe joint-venture sono confluite diverse società e attività brasiliane di Fiat Auto.

Si sono avuti degli effetti dalle sinergie previste dalle iniziative definite nell'ambito dell'accordo strategico con GM, seppur non quelli che furono inizialmente annunciati. All'atto della sua stipula, infatti, si prevedeva che le sinergie avrebbero raggiunto nel 2005¹⁹⁶ i due miliardi di euro, di cui Fiat Auto avrebbe beneficiato per circa la metà, ottenendo un forte miglioramento della sua competitività di costo. In effetti, tali sinergie hanno interessato la parte più significativa dei costi industriali dell'azienda: le attività motoristiche e gli acquisti hanno costituito, circa l'80% dei costi di produzione per la gestione dei quali sono state create le due joint-venture paritetiche.

Dovendo i due gruppi svolgere tali attività (acquisto e produzione di motori e trasmissioni) in comune tramite le joint-venture costituite, questi costi si sarebbero distribuiti su volumi più che doppi rispetto a quelli precedenti all'accordo e pari ad oltre 5,5 milioni di vetture l'anno, sommando le rispettive posizioni di mercato di Fiat Auto e General Motors in Europa e Sud America. L'accordo poi offriva a Fiat Auto l'opportunità di accedere alle risorse globali (in particolar modo la ricerca) del più grande costruttore automobilistico del mondo; tra l'altro, l'accordo era teso a riaprire il mercato Usa al marchio Alfa Romeo.

Nel 2000 si rilevava un beneficio netto in termini di acquisti per 20 milioni di euro e si stimava che le sinergie sarebbero salite a circa 200 milioni di euro nel 2001, per arrivare ad un miliardo di euro nel 2005. Effettivamente, nelle Relazione sulla Gestione sono state segnalate sinergie dall'alleanza industriale quantificate in 251 milioni di euro nel 2001 e in 350 nel 2002. L'operazione ha anche generato una plusvalenza sulla cessione del 20% sulla cessione di Fiat Auto a GM per € 1779 mln (dovuta al prezzo di cessione superiore alla quota corrispondente di patrimonio netto).

L'aspetto di tale accordo riguardava il diritto di Put, che il Gruppo Fiat si era riservato, al Fair Market Value nei confronti della stessa General Motors sulla sua residua partecipazione in Fiat Auto Holdings BV (80% nel 2000, poi 90% in seguito all'aumento di capitale) esercitabile nel periodo compreso tra il 24 Gennaio 2004 ed il 24 luglio 2009. Ovvero, durante tale periodo, Fiat avrebbe avuto il diritto di vendere il restante 80% di Fiat Auto

¹⁹⁶ Questo è ciò che si legge in *Relazione sulla gestione 1999* del Gruppo Fiat;

Holdings a General Motors ad un prezzo negoziato tra le parti o determinato da banche d'investimento indipendenti.

Si leggeva però nella stessa “Relazione sulla Gestione 2003” del Gruppo Fiat che «General Motors ha asserito che la vendita di alcune attività finanziarie di Fiat Auto (Fidis) e la ricapitalizzazione di Fiat Auto Holdings, posta in essere da Fiat, violano il Master Agreement e con esso l'opzione Put (per cui sarebbe non più valido il complessivo accordo); Fiat ritiene che le due operazioni siano pienamente legittime e non violino il Master Agreement, né altri diritti di General Motors. Fiat ritiene il Put efficace ed esercitabile secondo quanto previsto dal Master Agreement. Il 26 ottobre 2003 Fiat e General Motors annunciarono accordi in relazione all'alleanza strategica in corso. Un primo accordo (“Amendment”) fece *slittare* di un anno il periodo di esercizio dell'opzione Put. Il nuovo periodo di esercizio sarebbe andato dal 24 gennaio 2005 al 24 luglio 2010. Il secondo accordo (“Standstill Agreement”) precludeva però alle parti di avviare azioni legali con riferimento al Master Agreement fino al 15 dicembre 2004, preservando i rispettivi diritti»¹⁹⁷.

Di fronte al diritto di Fiat di esercitare la Put, ci si attendeva che GM, che era ed è in condizioni tutt'altro che floride, avrebbe monetizzato il valore della liberatoria della Put (per interrompere al più presto lo stato di incertezza intorno ai due Gruppi e per scongiurare il ricorso alle vie legali) e ciò che era effettivamente oggetto di trattative tra i due gruppi era proprio l'ingenza di tale monetizzazione.

Gli interessi comuni fra i due gruppi sul piano industriale erano e sono tuttora (anche dopo il divorzio) piuttosto forti per cui anche gli esiti del contenzioso sulla Put ne sarebbero stati fortemente condizionati. Soprattutto GM con Opel dipende dalle condizioni delle produzioni di Powertrain per la propria offerta di autovetture equipaggiate da motori diesel che siano competitivi (di fatto quasi tutte le Opel montano il Fiat Multijet); ciò specie in una fase del mercato in cui il common rail offre prestazioni tali da decretarne il successo fenomenale che ha portato all'attuale situazione in cui in Europa le autovetture a gasolio sono la maggioranza ed in Italia si è sfiorato il 60%. Il diesel è stato dunque riconosciuto sin da subito dagli esperti quale elemento chiave dell'alleanza in grado di rappresentare per Fiat un'arma di pressione nel confronto con GM.

Domenica 13 febbraio 2005 è stato firmato l'accordo tra Fiat e GM che prevede l'uscita definitiva degli americani dal capitale dell'Auto italiana, la cancellazione dell'opzione a vendere contro un indennizzo di 1,550 milioni di euro e lo scioglimento della joint-venture

¹⁹⁷ Cfr. *Relazione sulla Gestione 2003* del Gruppo Fiat, pag.105.

nei motori e negli approvvigionamenti. Tuttavia, si è detto dell'importanza dei motori diesel e della relativa tecnologia e non a caso, quindi, Gm deterrà il 50% dello stabilimento di Bielsko Biala (Polonia), che produce motori diesel, così come il 50% dei connessi diritti di proprietà intellettuale. GM rimane in generale proprietaria paritetica con Fiat della tecnologia dei motori Jtd e continuerà ad utilizzare per gran parte della sua offerta europa i motori Jtd prodotti da Fiat. Prima del divorzio, i due gruppi erano ormai coinvolti nello sviluppo delle due attuali piattaforme (ci si riferisce alle nuove Fiat Punto, che condivide il pianale dell'Opel Corsa, e Fiat Croma, che condivide il pianale dell'Opel Signum; ebbene, tale collaborazione non verrà meno per il momento.

Gli altri settori principali

CNH Global è a capo del settore delle macchine per l'agricoltura e per le Costruzioni. L'operazione più importante che l'ha riguardata è stata nel 1999 **l'acquisizione di Case**. Nel bilancio 1999 Case compare per il suo costo di acquisizione, ma non si è proceduto al consolidamento delle operazioni intervenute nei mesi successivi all'acquisizione per i costi sproporzionati che ciò avrebbe comportato.

La piena inclusione nell'area di consolidamento di Case è avvenuta a partire dal 2000. Ciò che si può notare è l'immediato raddoppio dei ricavi netti attribuiti al settore nel 2000 rispetto alla tendenza degli anni precedenti (che si erano stabilizzati su quota € 5000 mln).

Il piano di integrazione della gestione dei business di New Holland e Case ha previsto una serie di operazioni volte a ridurre, nell'integrazione delle due imprese la capacità produttiva complessiva aumentando il grado di utilizzazione di quella superstite. Ciò è avvenuto tramite il disinvestimento o la chiusura di circa il 20% degli stabilimenti produttivi, così come la chiusura di circa un terzo dei suoi depositi e la riduzione della forza lavoro di circa il 20% rispetto a quella pre-fusione. Nel 2000 sono state definite **altre iniziative di ristrutturazione** del settore ed, in particolare, la riduzione del numero di piattaforme di prodotti di Case e New Holland (strategia attuata da tempo dal gruppo Fiat) dalle oltre 100 del 2000 (in cui preesistevano alla fusione quelle dovute alla precedente separatezza della produzione) a circa 60, in modo da ricavarne economie di scala, e una complessiva razionalizzazione del sistema industriale mondiale di CNH.

Al 31/12/2006 risultavano essere stati chiusi dalla data dell'acquisizione circa 17 stabilimenti produttivi, 11 depositi ed il passaggio della forza lavoro impiegata dalle 36000 unità (dell'anno di acquisizione) alle 25335 del 31/12/2006. Rispetto al primo esercizio seguente la fusione, le piattaforme sono passate da 66 a 35 per le macchine agricole e da 77

a 39 per le macchine per le costruzioni senza che ciò abbia comportato una riduzione del numero di linee offerte. Inoltre, nel 2003 circa il 65% dei nuovi prodotti proveniva da queste comuni piattaforme e parti componenti (prodotti dalla cui vendita si generano margini superiori a quelli precedenti che non condividevano così ampiamente la piattaforma, le componenti e le tecnologie **consentendo un progressivo miglioramento delle performance reddituali**).

Nelle pubblicazioni Finanziarie di Fiat Group sul tema, si menziona una sinergia che a seguito della fusione si è concretizzata per quanto riguarda le spese generali, amministrative e di vendita che nel 2000 valevano 10,8% dei ricavi netti mentre la percentuale nel 2006 era scesa al 8,5% (riduzione, -si spiega- che è stata ottenuta attraverso l'eliminazione di una serie di duplicazioni nelle funzioni ex-Case ed ex-New Holland). CNH ha inoltre provveduto al disinvestimento di alcune linee di prodotto poiché incorsa in eccessi di concentrazione segnalati dalle varie autorità alla concorrenza statunitense ed europea.

I ricavi netti sono stati sostanzialmente stabiliti dopo l'acquisizione di Case con un calo, invece, solo nel 2003 (dovuto principalmente all'apprezzamento dell'euro in quanto, si spiega nella relazione sulla gestione, che a parità di cambi i ricavi netti sarebbero risultati allineati a quelli del 2002).

Il risultato operativo, seppur già in diminuzione per il calo delle unità vendute di cui si è detto, è rimasto positivo fino al 2006, tuttavia, il 2000 è stato un anno in cui il consolidamento di Case ha coinciso con un netto calo di questo margine, in parte per i risultati negativi ereditati da quest'ultima, in parte per i maggiori oneri relativi all'ammortamento dei goodwill e di attività immateriali della neo acquisita. Dal 2001 in poi il trend è stato complessivamente positivo (specie grazie al lancio dei nuovi prodotti su cui a seguito dell'integrazione produttiva di Case e New Holland si ottengono margini superiori rispetto agli esercizi precedenti). Dal 2004 il risultato operativo ha vissuto una crescita molto forte dovuta all'incremento dei volumi, al miglioramento del mix prodotti e dei prezzi di vendita ed alla razionalizzazione degli impianti che hanno ampiamente assorbito i maggiori costi delle materie prime.

La performance economica del settore ha però risentito negativamente della non auspicabile congiunzione fra il prolungarsi della debolezza della domanda nordamericana (il mercato nordamericano è il più importante perché vale circa il 42% delle vendite) e l'impegno rappresentato dai costi di integrazione delle attività della neo acquisita e della neo ristrutturazione generale del settore, con il passaggio da un utile netto di € 216 mln del 98 ad

una perdita netta di € 754 mln. nell'esercizio successivo che poi si è stabilizzata dopo questa forte perdita economica ad euro 200 mln. di euro (in diminuzione).

Iveco è, invece, il settore in cui le integrazioni delle nuove attività acquisite hanno procurato subito effetti positivi sulla performance anche al netto delle variazioni dovute alla diversa area di consolidamento. È stato, infatti, acquisito il controllo del gruppo Fraikin, leader in Francia per il noleggio a lungo termine di veicoli industriali allo scopo di implementare, più rapidamente della crescita interna, i servizi finanziari forniti ai clienti Iveco su tutti i mercati europei.

Iveco, infatti, ha registrato fino al 2002 un trend positivo dei ricavi netti. Eliminando l'effetto consolidamento nel 1999 di Naveco (joint-venture cinese), il settore ha registrato un aumento dei ricavi netti di vendita pari al 4,3%. Nel 2000 l'incremento dei ricavi netti (esclusi gli effetti consolidamento) è stato pari al 9%, grazie agli effetti positivi dei nuovi servizi finanziari provenienti da Fraikin, mentre nel 2001 i ricavi netti sono progrediti dello 0.5% (sempre grazie ai risultati dei servizi finanziari che hanno fronteggiato la riduzione delle unità vendute). Il calo dei ricavi netti registrato nel 2003 è dovuto alla modificata area di consolidamento (altrimenti non si sarebbe registrata la variazione). Dal 2004 i ricavi netti sono stati in costante crescita fondamentale per l'incremento del numero delle unità vendute.

Il principale mercato dei veicoli commerciali è l'Europa (da cui si originano oltre l'80% dei ricavi di vendita) che è in crescita fin dal 1994. Si assiste anche in questo settore alla progressiva perdita di quote di mercato in Europa, mentre nel resto del mondo si assiste ad un'augmentata presenza dovuta soprattutto alle diverse partecipate Iveco.

Il risultato operativo dopo l'esercizio 2000 in cui ha registrato un progresso, seppur diminuito, negli esercizi successivi è rimasto positivo, (tale riduzione è dovuta alla perdita di quota di mercato registratasi a partire dal 2001). L'aumento del 2000 è isolato soprattutto per le cause che lo hanno generato: un provento immobiliare non ricorrente di 88 milioni di euro per il disinvestimento, nel quarto trimestre, di aree industriali (degli stabilimenti) non più funzionali all'attività del settore. Dal 2001 il calo delle unità vedute ha comportato una riduzione del risultato operativo (il calo del 44,6% del 2001 rispetto al 2000 è principalmente dovuto al fatto che il risultato operativo del 2000 è stato particolarmente elevato a causa del provento immobiliare di cui sopra). Dal 2004 il risultato operativo ha ripreso a crescere anno dopo anno in virtù della già citata crescita dei volumi di vendita abbinata all'effetto positivo sui prezzi del riposizionamento della gamma.

Per quanto riguarda il risultato netto, esso nel 99 è stato inferiore rispetto al 98 per i costi connessi alla fase di lancio dei nuovi prodotti in concomitanza con la contrazione dei ricavi netti. Dal 2001 il settore ha registrato delle perdite nonostante il risultato operativo si sia mantenuto pur sempre positivo. Tali perdite sono principalmente dovute ai costi di ristrutturazione sostenuti in tale periodo (più precisamente le perdite d'esercizio sono dovute agli ingenti accantonamenti di fondi per oneri straordinari in relazione ad un piano di ristrutturazione definito nello stesso anno) e, nel 2003, anche alla svalutazione di Fraikin (ceduta l'anno successivo) per 210 mln di euro. Nel 2004 il risultato netto è stato positivo, così come negli esercizi successivi grazie al trend positivo del risultato operativo a cui si aggiungono significative riduzioni degli oneri di ristrutturazione.

Ognuno dei tre settori automotive consolida al proprio interno (fino al 2003) le attività finanziarie che hanno il ruolo di sostenerne le attività commerciali attraverso la prestazione di servizi quali le vendite rateali, il leasing, il factoring etc. che contribuiscono a creare il valore aggiunto dell'offerta nel mercato.

Nel periodo considerato, i settori automotoristici sono stati caratterizzati proprio dall'aumento della percentuale di vendite con finanziamento ai clienti fino al massimo raggiunto nel 2000: ciò vale ad esempio per Fiat Auto con un aumento delle unità vendute con credito commerciale, passate dall'8,7% nel 99 al 20,4% del 2000 e arrivando a finanziare il 40% delle vendite totali di veicoli nuovi (valore poi stabilizzatosi su livelli più bassi- circa il 30% delle vendite totali- in ragione di una maggiore attenzione alla qualità del credito piuttosto che alla quantità). In questo campo ha avuto successo la società Leasys (controllata da Sidis ed Enel), che si occupa del leasing di flotte di autoveicoli. Iveco, dopo l'accordo nel 2005, con Barclays Mercantile Business Finance Ltd. fa gestire le attività di servizi finanziari in Francia, Germania, Italia, Svizzera e Regno Unito dalla collegata Iveco Finance Holdings Limited di cui Iveco detiene il 49%. Per CNH ad occuparsi dei servizi finanziari ai *dealer* ed ai *consumer* è un'apposita società, la CNH Capital.

Tuttavia, in un contesto di rallentamento dell'economia dei paesi di operatività tali servizi finanziari comportano una maggiore prestanza delle fattispecie di rischio tipiche delle gestioni dei crediti, quali quelli relativi a cambiamenti nei tassi di interesse e d'inflazione, quelli relativi al tasso d'insolvenza dei consumatori o del *dealer* che è inevitabilmente collegata alla forza dell'economia in cui si opera.

Fino al 2000, gli altri **settori correlati a quelli automotoristici** hanno visto ricavi netti di vendita in aumento (seppur per gran parte l'aumento sia stato dovuto all'allargamento dell'area di consolidamento, che ad esempio ha incluso nel 99 Pico in Comau). Dal 2001, la contrazione dei volumi nei servizi automotoristici ha penalizzato anche il fatturato di questi settori.

Per il settore componenti, a condizioni omogenee, il fatturato è rimasto stabile nel 98 e nel 99 mentre si è registrato un incremento del 6,1% nel 2000. Successivamente, invece, il settore ha conosciuto un calo dei ricavi netti in parte dovuto al rallentamento del mercato dell'auto ed in parte ai deconsolidamenti avvenuti negli stessi anni in relazione ai disinvestimenti effettuati. Solo nel 2003, a parità di area di deconsolidamento, i ricavi sono cresciuti del 3,4%, trend positivo poi seguito anche nei tre esercizi successivi con una crescita del fatturato nel 2006 dell'11% superiore al 2005.

L'azienda leader del settore è **Magneti Marelli**, la quale è fornitrice della maggior parte delle case produttrici di autoveicoli (Renault, Citroen, Peugeot, VolksWagen, Audi, Seat, BMW-Rover, DaimlerChrysler, GM-Opel, Volvo, Saab, Nissan e Toyota così come le altre società del gruppo Fiat cui è destinata una quota compresa tra il 35 ed il 40% dell'intera produzione). Si tratta di un settore ad alta intensità tecnologica, che investe mediamente circa il 10% del suo fatturato in innovazione.

Il risultato operativo, dopo un punto di massimo nel 1999, è stato in diminuzione fino al 2001, divenendo negativo per poi ritornare positivo nel 2003 e crescere fino al 2006 grazie ad azioni che hanno consentito di rendere più competitiva la struttura dei costi ed assorbire la pressione sui prezzi di vendita. Il calo del risultato operativo è stato per gran parte conseguenza dell'uscita dall'area di consolidamento di alcune divisioni nel 2000, cui si sono aggiunti i minori volumi di vendita ed il forte incremento dei costi dei componenti elettronici per effetto inflazione e cambi nel 2001. Nel 2002 la perdita operativa più limitata è stata ottenuta grazie alla cessione di attività in perdita e ad un più favorevole andamento del costo dei materiali.

Il Settore ha quindi contribuito alla redditività netta del gruppo con un risultato netto in utile sino al 2001 (ottenuto essenzialmente grazie ai risultati della gestione straordinaria con le innumerevoli divisioni ed immobili ceduti). Nel 2002 si è registrata, invece, una notevole perdita per gli oneri di un piano industriale (che ha comportato una serie di importanti svalutazioni di beni materiali ed immateriali) volto a razionalizzare la capacità produttiva rispetto all'andamento dei mercati (con un forte calo dei volumi) che però ha sortito già il suo effetto nel 2003 (in termini di contenimento dei costi) con il ritorno ad un risultato

operativo positivo. Negli ultimi tre esercizi il risultato netto ha mostrato un incremento grazie al miglioramento del risultato operativo e ad una serie di plusvalenze per cessioni di attività.

Teksid rappresenta il settore dei prodotti metallurgici e la sua performance risente notevolmente dei volumi della produzione autoveicolistica. I ricavi netti del settore hanno visto una fase di crescita fino al 2000 seguita da una flessione dovuta al calo dei volumi di vendita che si è fatta notevole nel 2003 (questa volta dovuta essenzialmente alla cessione e deconsolidamento della Business Unit Alluminio). Il settore ha registrato forti perdite dal 2001 dovute alla caduta della produzione autoveicolistica e ad oneri non operativi (minusvalenze e svalutazioni). Tuttavia dal 2004 c'è stata una ripresa dei ricavi netti e del risultato operativo tornando ad un utile frutto della crescita dei volumi.

Il settore dei sistemi di produzione (guidato da **Comau**) dopo un massimo raggiunto nel 2000 vede i suoi ricavi netti di vendita piuttosto stabili negli ultimi tre esercizi. Nel '99 si è provveduto al consolidamento di Pico, Renault Automation e Sciaky e ciò determina l'incremento del 100% delle vendite. Invece, a condizioni omogenee l'incremento sarebbe stato comunque significativo e pari al 17,5% per il buon andamento dei volumi di attività, in particolare delle commesse in Europa nell'attività di Carrozzeria e per il crescente contributo dei servizi di manutenzione (Comau Service). È un settore molto importante per il resto del complesso poiché svolge un ruolo di "insourcing" dei servizi di manutenzione degli impianti produttivi del Gruppo Fiat¹⁹⁸. Il risultato operativo rispetto a prima di tali acquisizioni è nettamente aumentato ma poi il rallentamento della domanda dal 2001 ne ha prodotto il calo¹⁹⁹. Il risultato netto è stato sempre negativo e le perdite si sono aggravate dal 2002 a causa del risultato operativo e degli oneri non operativi (svalutazioni di attività, accantonamenti a fondi per ristrutturazioni e oneri straordinari sostenuti nell'ambito delle cessioni). A partire dal 2004 la situazione è nettamente migliorata grazie alle operazioni di riassetto del portafoglio di business riducendo la perdita che risultava pesantemente condizionata da significativi piani di ristrutturazione in diversi paesi.

Infine, il **settore dei servizi** che, oltre a fornire benefici ai diversi business del Gruppo, soprattutto nell'offerta integrata ai rispettivi prodotti di una serie di servizi, svolge in Fiat

¹⁹⁸ Come si legge in *Relazione sulla Gestione 1999* al bilancio consolidato.

¹⁹⁹ La perdita operativa del 2002 è stata un evento eccezionale poiché dovuta ad extra-costi sostenuti in una commessa.

un'importante funzione anticiclica attraverso un business a più ridotta intensità di capitale (rispetto al core business) e ad elevata redditività.

Dal 2000 la presenza del Gruppo nel settore dei servizi è stata implementata dalla nascita di un nuovo settore, Business Solution. Il settore raccoglie sotto un'unica responsabilità organizzativa il patrimonio di competenze nei servizi alle imprese che il Gruppo Fiat ha sviluppato al proprio interno per le sue necessità, con l'intento di trasformare attività al servizio dei Settori del Gruppo in imprese orientate anche al mercato esterno. Business Solutions offre infatti una vasta gamma di servizi ed infrastrutture nelle aree dell'amministrazione, nella gestione del personale, del facility e dell'utility management, dell'immobiliare, dell'Information and Communication Technology.

Nonostante i notevoli utili generati nel 2001 (dovuto essenzialmente a proventi non operativi), il settore tuttavia ha conseguito perdite negli esercizi successivi.

Nell'ambito dei servizi, il settore assicurativo, guidato da Toro Assicurazioni, ha avuto sempre un risultato netto positivo anche nel 2002, anno particolarmente buio per la performance del gruppo intero. Tuttavia rispetto agli anni precedenti, nel 2002 è mancato il contributo dei redditi netti finanziari provenienti da tale settore, e, tra l'altro, proprio nell'esercizio in cui si sono cumulati gli ingenti oneri finanziari dovuti al peggioramento della posizione finanziaria netta.

Degli altri settori, particolarmente rilevante per volumi di ricavi netti e di reddito netto è quello guidato da Fiat Avio. Si tratta ancora una volta di un settore con risultati reddituali sempre positivi anche se variabili nel tempo poiché legati alle commesse (numericamente limitate ma quantitativamente importanti) ricevute nei vari esercizi.

Ferrari è un settore sempre in crescita (con il 2001 come hanno di crescita record). Nel '99 Ferrari ha acquistato il pieno controllo di Maserati²⁰⁰. Sono aumentati, a seguito dell'acquisizione, fatturato e risultato operativo del settore, grazie ai maggiori volumi di vendite realizzati da Maserati che, nel 2002, dopo tredici anni di assenza, è rientrata con successo nel mercato statunitense: da allora, come per il brand Ferrari, questo è il principale mercato di sbocco. Non a caso il 2002 è coinciso con un +77% delle unità vendute da Maserati.

Il risultato netto consolidato del settore risulta penalizzato dai risultati meno positivi, rispetto alla sola Ferrari, di Maserati che ha scontato delle perdite nel '99 e 2000, a causa del peso delle perdite di Maserati dovute agli elevati investimenti in ricerca e sviluppo per i nuovi modelli. Nel 2001 si è assistito ad un forte incremento degli utili, tendenza poi non ripetutasi

²⁰⁰ Il primo 50% era stato acquisito nel 1997.

negli esercizi successivi in cui sono stati rilevati maggiori oneri non operativi ed in cui si è avuto un calo delle unità vendute da Maserati.

Nel 2002, Fiat S.p.a. ha ceduto il 34% di Ferrari e ad acquistare detta quota del capitale sociale della Ferrari nel 2002 è stata Mediobanca.S.p.A., che ha assunto l'incarico di coordinare e dirigere un intero consorzio di collocamento in borsa delle azioni Ferrari. Nel 2006 Fiat ha aumentato fino all'85% la propria partecipazione in Ferrari S.p.A.

FIAT SPA: RICAVI NETTI PER SETTORE DI ATTIVITÀ DAL 1992 AL 2006

▼ N.B. Tabella d'immissione dati ▼

(milioni di euro)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Automobili (Fiat Auto)	14.175	12.937	17.148	20.190	21.950	26.202	24.859	24.101	25.381	24.440	22.147	20.010	20539	19533	23702
Macchine per l'Agricoltura e le Costruzioni (CNH)	2.368	2.949	3.925	4.209	4.420	5.284	5.126	5.246	10.770	10.777	10.513	9.418	9796	12178	16672
Veicoli Industriali (Iveco)	4.154	3.769	4.354	5.722	5.551	5.850	6.649	7.387	8.611	8.650	9.136	8.440	9292	9849	9136
Prodotti Metallurgici (Teksid)	600	646	865	1.037	1.013	1.190	1.165	1.682	1.873	1.752	1.539	844	911	1036	979
Componenti (Magnetit Marelli)	2.852	2.888	2.720	3.030	2.989	3.451	3.793	4.062	4.451	4.073	3.288	3.206	3804	4033	4455
Mezzi e Sistemi di Produzione (Comau)	685	644	602	692	831	841	843	1.693	2.440	2.218	2.320	2.293	1716	1573	1280
Aviazione (Fiat Avio)*	636	862	805	851	901	1.283	1.381	1.381	1.491	1.636	1.534	625			
Ferrari e Maserati										1.058	1.208	1.261	1512	1462	1966
Editoria e Comunicazione (Itedi)	245	225	242	326	360	406	437	413	354	347	360	383	407	397	401
Assicurazioni (Toro Assicurazioni)**	1.030	1.175	1.085	1.226	1.773	2.016	2.959	3.922	4.363	5.461	4.916	1.654			
Prodotti e Sistemi Ferroviari (Fiat Ferroviaria)	146	165	194	243	378	384	389	375	216						
Chimica-Fibre-Bioingegneria (Snia BPD)	1.053	1.179	1.341	1.521	1.535	1.473									
Ingegneria Civile (Fiat Impresit)	1.364	1.370	328	374	475										
Servizi Finanziari (Fidis) (*)	1.534	1.495	1.482	1.542											
Accumulatori (C.E.A.C.)	557	615	624												
Grande distribuzione	2.324														
Servizi (Business Solutions)	2.324									1.805	1.965	1.816	1572	752	668
Diverse ed Elisioni	(3.197)	(2.543)	(1.710)	(1.871)	(1.942)	(2.103)	(1.812)	(2.119)	(2.375)	(4.211)	(3.277)	(2.679)	-2846	-4269	-7427
Totale di Gruppo	32.860	28.176	34.005	39.092	40.244	46.257	45.769	48.123	57.555	58.006	55.649	47.271	48703	46544	51632

* vendita 1° luglio 2003

** vendita 1° maggio 2003

totale settori automotive	25.768	24.482	30.231	36.385	35.751	41.628	41.270	42.489	51.633	51.216	48.612	44.628	46.659	48.628	57.211
----------------------------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	---------------

RISULTATO OPERATIVO PER SETTORE DI ATTIVITÀ (GRUPPO FIAT)

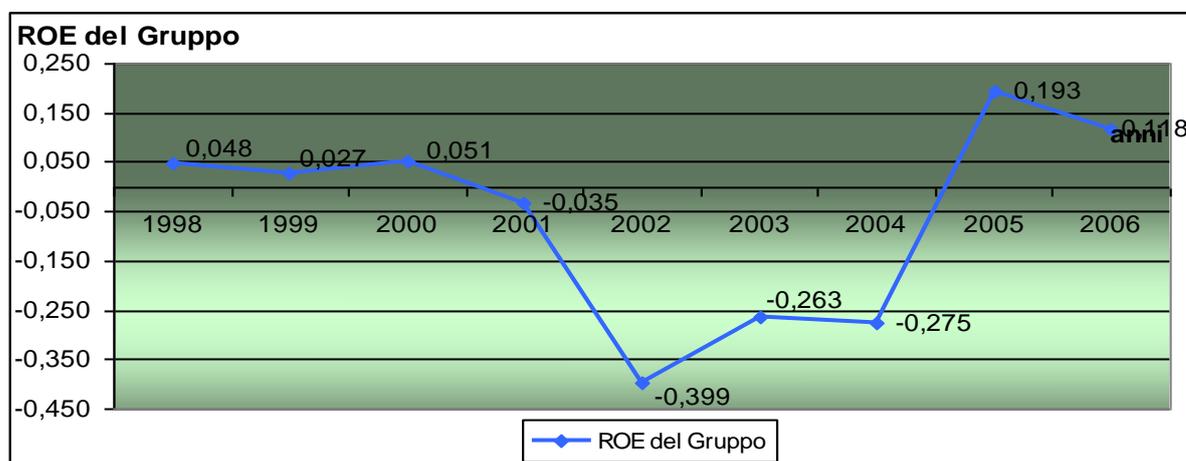
(milioni di Euro)	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Automobili (Fiat Auto)	-858	221	420	243	758	-108	-121	44	-549	-1343	-979	-840	-818	727
Macchine per l'Agricoltura e le costruzioni (CNH Global)	123	403	328	393	602	452	371	45	209	163	229	407	611	592
Veicoli Industriali (Iveco)	-189	140	287	161	203	261	311	489	271	102	81	357	212	565
Prodotti Metallurgici (Teksid)	10	19	13	30	54	42	76	101	15	27	12	35	27	26
Componenti (Magneti Marelli)	23	88	83	81	99	56	108	55	-74	-16	32	116	127	175
Mezzi e sistemi di produzione (Comau)	94	57	33	36	27	-1	43	87	60	-101	2	32	-8	-272
Aviazione (Fiat Avio)	48	44	21	34	56	59	109	143	186	210	53			
Ferrari e Maserati						11	24	45	62	70	32	6	72	150
Editoria e Comunicazione (Itedi)	5	7	4	4	11	19	17	10	-2	3	10	12	13	12
Assicurazioni (Toro Assicurazioni)	84	-69	-60	-139	-118	-168	-103	-56	68	147	44			
Prodotti e sistemi Ferroviari (Fiat Ferroviaria)	9	15	15	14	26	18	13	-5						
Chimica-Fibre-Bioingegneria (Snia BPD)	46	69	99	90	83									
Ingegneria Civile (Fiat Impresit)	-28	5	12	6										
Servizi Finanziari (Fidis)	68	163	157											
Accumulatori (C.E.A.C.)	36	37												
Grande distribuzione														
Servizi (Business Solutions)									73	67	45	36	7	28
Diverse ed Elisioni	96	183	305	-21	-10	116	-36	-58	61	-21	-71	-139	1972	58
Totale di Gruppo	-433	1382	1717	932	1791	746	788	855	318	-762	-510	22	2215	2061

RISULTATO NETTO (GRUPPO E TERZI) PER SETTORE DI ATTIVITÀ

(milioni di euro)	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Automobili (Fiat Auto)	-901,2	143,6	414,7	-38,7	402	-258	-493	-599	-1442	-2739	-2058	-2019		
Macchine per l'Agricoltura e le costruzioni (CNH Global)	-76,4	297,4	223,1	258,7	422	507	216	-754	-291	-211	-192	133		
Prodotti Metallurgici (Teksid)	-258,7	11,9	217,4	129,6	174	192	180	147	-123	-493	-258	3		
Componenti (Magnetit Marelli)	-138,9	20,6	27,8	29,9	78	21	107	139	82	-435	-90	55		
Mezzi e Sistemi di produzione (Comau)	38,7	32	16	18	12	-6	-8	6	-36	-302	-164	-15		
Aviazione (Fiat Avio)	-2,0	26,3	29,4	34	18	79	61	83	425	116	13			
Ferrari e Maserati)	0,9	5,8	0,8	1,13	6,1	8	5,8	7	47	22	2	-27		
Editoria e Comunicazione (Itedi)	4,6	4,6	2,5	2,5	2	-0,2	11	2	-6	-5	1	2		
Assicurazioni (Toro Assicurazioni)	87,3	80	86,7	79,5	88	64	92	85	182	9	52			
Prodotti e Sistemi Ferroviari (Fiat Ferroviaria)	4,6	8,2	12,4	10,3	14	-1	3							
Chimica-Fibre-Bioingegneria (Snia BDP)	1,0	17,5	52,6	61,9										
Ingegneria Civile (Fiat Impresit)	-9,3	19,6	18,5	1,5										
Servizi Finanziari (Fidis)	47,5	72,8	76,9											
Accumulatori (C.E.A.C.)	13,4	6,7												
Grande distribuzione														
Servizi (Business Solution)								n.d.	497	-119	-20	-26		
Diverse ed Elisioni	266,7	-108,7	153,6	821,5	313,9	314	311	1454	29	108	857	346		
Totale di Gruppo e di Terzi	-921	646	1329	1420	1550	923,8	511,8	578	-761	-4263	-1948	-1548	1420	1151

5.4.3 Risultato operativo e netto del Gruppo

Analizzate le performance dei singoli settori, si è ora in possesso di una serie di informazioni che permettono di passare all'analisi della performance di gruppo nella sua interezza.

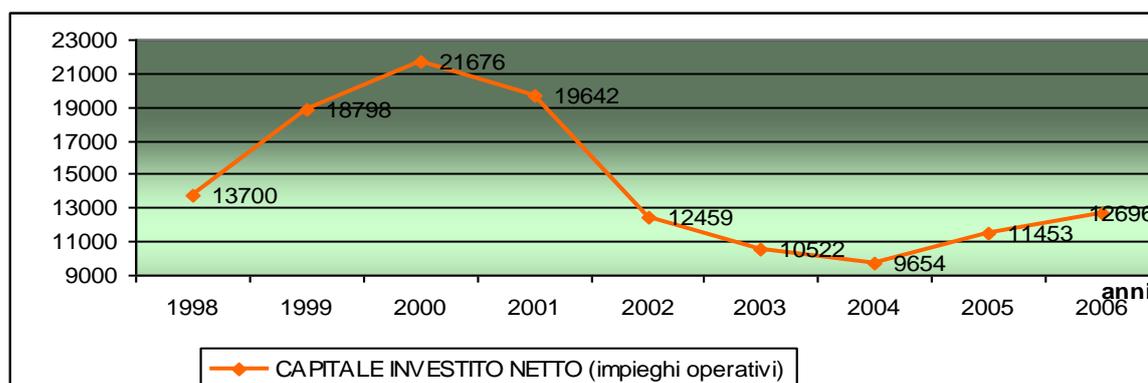


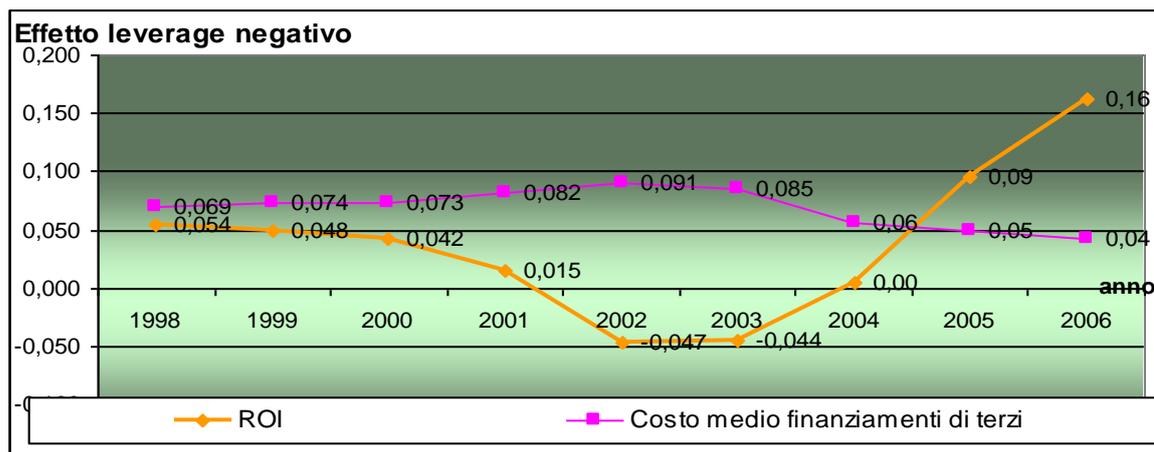
Il risultato netto del gruppo ha avuto un andamento che è stato conseguenza degli eventi sopra detti.

Il ROE dipende essenzialmente dalle seguenti variabili: 1) il **ROI**; 2) il **costo medio dell'indebitamento**; 3) il **quoziente di indebitamento** (inteso come rapporto tra il capitale di credito ed il capitale di rischio); ad essi si aggiunge l'incidenza dei **saldi della gestione straordinaria e delle partecipazioni**.

E' possibile ora analizzare ognuna delle componenti del risultato netto riferite al gruppo.

Nonostante vi sia un incremento del risultato operativo di gruppo fino al 2000, il più **forte incremento degli oneri finanziari** ha provocato il declino del Risultato netto del Gruppo e di terzi già a partire dal 1999 (506 milioni di euro rispetto ai 916 del 1998). Solamente negli ultimi due esercizi il forte incremento del risultato operativo accompagnato da una riduzione degli oneri finanziari hanno consentito al risultato netto di tornare positivo.





Dal grafico relativo all'andamento del ROI si può notare l'**inferiorità del ROI rispetto al costo medio dell'indebitamento** fino al 2005 che è stato l'effetto più evidente della difficoltà di Fiat. Oltre al netto calo del risultato operativo, la situazione si è poi ulteriormente aggravata dal 2001 col venir meno dell'apporto *compensativo* dei proventi straordinari, che come si è detto è stato l'elemento che fino ad allora aveva consentito di mantenere il risultato netto in positivo.

Sino al 2000 il *capitale investito operativo* (il denominatore del ROI) sia aumentato; contemporaneamente ad esso, è aumentato anche il *risultato operativo* (il numeratore) in misura mediamente corrispondente, per cui il calo del ROI è stato meno accentuato. Dal 2001, numeratore e denominatore sono entrambi diminuiti, per poi risalire lievemente nel 2005 e nel 2006.

Tutto questo è testimoniato dal passaggio della Posizione finanziaria netta del gruppo da + 1420 milioni di euro di liquidità netta del 1998 ad un indebitamento netto di 4031 milioni di euro nel 1999 e di 6467 mln alla chiusura dell'esercizio successivo. Dal 1999 al 2002, i nuovi finanziamenti sono stati significativamente superiori ai rimborsi (situazione coerente con l'accrescersi del peso percentuale dei debiti a breve scadenza).

La conseguenza evidenziabile è stato un continuo aumento degli interessi passivi che **peggiorano il saldo della gestione finanziaria**, di cui è emblematica l'involuzione subita dall'indice di copertura degli interessi proprio in concomitanza con la riduzione del risultato operativo a partire dal 2001. Solo nel 2003 i nuovi finanziamenti sono stati inferiori ai rimborsi. Si è vista, infatti, l'evoluzione del margine di struttura e di tesoreria. Coerentemente all'andamento del livello di patrimonializzazione, il margine di struttura positivo è stato sempre più un "margine di *credito*", ossia è aumentato il peso del passivo consolidato nella copertura del fabbisogno generato dall'attivo fisso, il che – come si è già detto – è un elemento sfavorevole per l'economicità data l'incidenza che ciò ha

sull'elevatezza degli oneri finanziari. Solo negli ultimi due esercizi la riduzione degli interessi passivi con il conseguente incremento dell'indice di copertura degli interessi hanno migliorato il saldo della gestione finanziaria.

Negli esercizi successivi al 99, **la sostenibilità dell'incrementato indebitamento**, ridottosi dal 2005, è stata compromessa proprio dalla riduzione del risultato operativo: leggendo quanto affermato nelle Relazione sulla Gestione 1999, si apprendeva infatti che era atteso un aumento della redditività operativa, ma in misura superiore a quella che realmente si è verificata, che avrebbe fatto fronte all'incremento degli oneri finanziari. In particolare, il management si aspettava un recupero della redditività di Fiat Auto che, seppur manifestatosi nel 2000, non si è poi confermato negli esercizi successivi. Sostanzialmente, fino al 2000 le iniziative di riduzione dei costi e di innovazione dei prodotti hanno consentito di mantenere una redditività operativa e netta positiva ed in aumento nonostante il peggioramento delle condizioni di contesto economico generale.

E' lecito pensare, quindi, che gran parte del mancato raggiungimento degli obiettivi economici prefissati deriva dal fatto che la sostenibilità di tale indebitamento aggiuntivo era stata valutata rispetto ad uno scenario economico preventivato profondamente diverso da quello che poi si è manifestato: si attendeva, infatti, una crescita dell'economia a partire dalla seconda metà del 2001 che evidentemente non si è verificata.

(milioni di euro)	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
RISULTATO OPERATIVO	746	788	855	318	-762	-510	22	2215	2061
(Oneri) e proventi finanziari	121	-458	-1023	-1025	-862,0	-979	-1179	-843	-576

Il peggioramento conseguente del leverage si è manifestato anche in un incremento del costo medio dei finanziamenti da terzi e quindi in un abbattimento del ROE fino al 2004. Nel 1999 il risultato netto di gruppo ha risentito infatti negativamente degli incrementati oneri finanziari.

Come è evidenziato dal grafico del ROI, solo nel 1998 e nel 1999 il Gruppo ha beneficiato di un effetto leverage positivo, mentre negli altri esercizi l'effetto leverage è stato negativo tra l'altro in corrispondenza dell'aumento del rapporto d'indebitamento e dei connessi oneri finanziari. Poiché si tratta di un gruppo, evidentemente l'indebitamento si è concentrato nelle società che hanno presentato le peggiori performance economiche e non solo in quelli in cui il livello del ROI rendeva lo stesso sostenibile.

I maggiori oneri finanziari del 1999 e del 2000 sono dunque in principal modo conseguenti al finanziamento delle importanti acquisizioni societarie effettuate nel periodo (e agli

investimenti supplementari deputati all'integrazione delle unità acquisite), specialmente Case e Pico, cui sono destinati i maggiori finanziamenti acquisiti. Tali acquisizioni hanno aumentato l'indebitamento cui il Gruppo ha dovuto far fronte nel lungo termine. Tuttavia, sino al 1999 il ROI si era mantenuto al di sopra del costo medio del capitale di credito ed in presenza di previsioni favorevoli l'aumento dell'indebitamento sarebbe rimasto sostenibile. Già al termine del 2000 la situazione risultante dai dati consuntivi era profondamente diversa dal preventivato con l'inizio del primo calo del ROI (al di sotto del costo medio dell'indebitamento), e, dal 2001, con un livello di patrimonializzazione che veniva inficiato dalle perdite d'esercizio (provocando così un più rapido aumento del rapporto d'indebitamento). La riduzione degli oneri finanziari nel 2005 e nel 2006 derivante da una riduzione dell'indebitamento netto delle attività industriali del gruppo ed anche dalla conversione del prestito *Convertendo*, ha fatto sì che il ROI aumentasse fino ad essere superiore a quello del 98, riflettendo, chiaramente, tali effetti positivi anche nel ROE.

Nel 2000 il risultato netto, per quanto di competenza del gruppo e di terzi, non ha subito notevoli variazioni nonostante l'appesantirsi del saldo negativo della gestione finanziaria grazie al controbilanciamento offerto soprattutto dall'eguale progresso del saldo della gestione straordinaria. Si può notare, inoltre, come infine la variazione delle competenze di terzi nei risultati di alcuni Settori (Fiat Auto, CNH Global, Magneti Marelli e Toro) abbiano comportato variazioni di rilievo nel reddito di competenza del solo gruppo, che è infatti raddoppiato rispetto a quello dell'esercizio precedente. Nel 2001 il saldo della gestione straordinaria si è ridotto del 60% (per cui è venuta meno gran parte della capacità compensativa che tale gestione aveva mostrato sino al 2000) e il risultato delle partecipazioni è divenuto negativo. La conseguenza è stato l'insorgere di una perdita netta pari a 791 milioni di euro. Il permanere negativo del risultato operativo, del risultato delle partecipazioni e, nel 2002, del risultato della gestione straordinaria hanno determinato le ulteriori pesanti perdite del 2002 e del 2003, con un ROE vicino a -40% nel 2002.

L'evoluzione del risultato operativo del Gruppo

Nel 1999 il **risultato operativo** del gruppo sconta le diminuzioni (o peggioramenti) della redditività operativa del settore Auto e di CNH rispetto invece alla forte crescita (+99%) registrata complessivamente negli altri settori industriali.

Nel 2000 il risultato operativo non ha conosciuto il progresso desiderato dai manager ed il ROI è diminuito. Ad incidere su tale risultato sono state le incrementate spese di R&S e

pubblicità, volte a promuovere la competitività del settore auto, cui si è aggiunto l'aumento del costo di alcune materie prime²⁰¹.

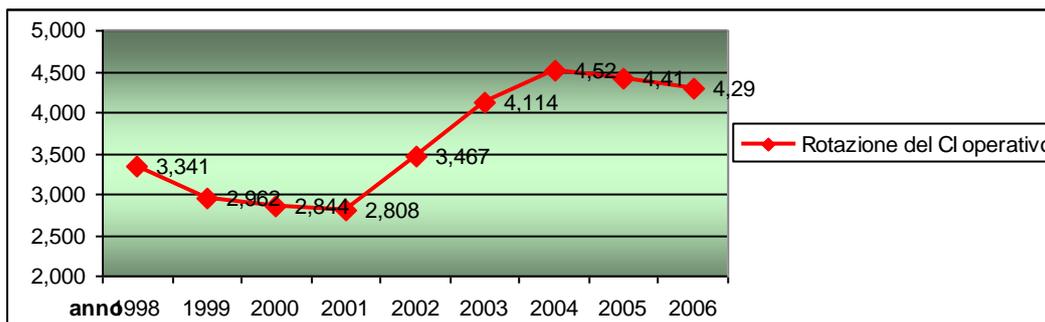
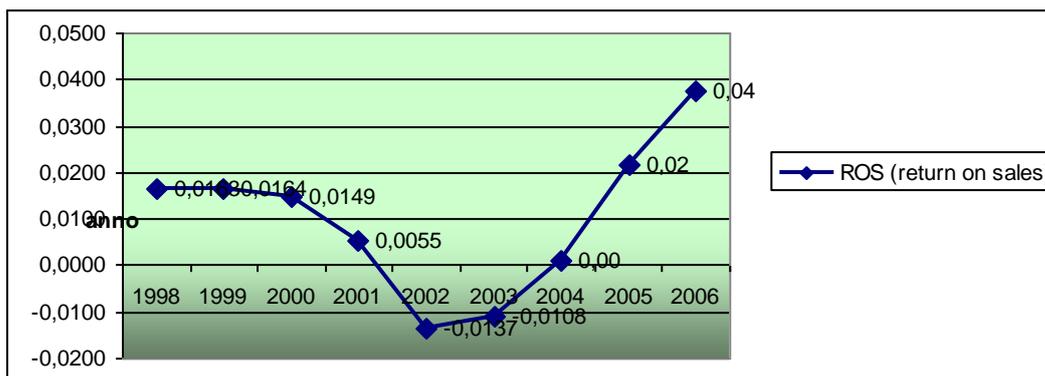
Inoltre, si tratta del primo esercizio di consolidamento delle attività di Case e si registra un netto peggioramento del risultato operativo del settore. Tuttavia, alcuni settori hanno migliorato tale risultato: in particolare, il settore Auto (che proprio solo nel 2000 ha registrato un utile operativo), Iveco, Teksid, Avio e Comau/Pico.

Ciò nonostante, nel 2000 l'incremento degli oneri finanziari è stato compensato dal saldo fortemente positivo della gestione straordinaria (+ € 914 mln rispetto ai € 333 mln dell'esercizio precedente), aumentato grazie soprattutto alla plusvalenza di 1.779 milioni di euro, oltre ad altre di rilievo, generata nel corso dell'esercizio dalla sottoscrizione da parte di General Motors di una quota del 20% del capitale di Fiat Auto per un valore superiore alla quota corrispondente del patrimonio netto. Tali plusvalenze sono riuscite a controbilanciare anche gli incrementati oneri straordinari dovuti ad interventi di ristrutturazione e riorganizzazione e di rafforzamento patrimoniale di alcuni Settori del Gruppo.

Dal 2001 il calo del risultato operativo si è fatto più importante a causa della performance del settore auto. Il risultato operativo ha evidenziato poi nel 2002 una perdita di 762 milioni di euro, rispetto ad un risultato positivo di 318 milioni di euro dell'anno precedente. A condizionare la redditività dei Settori automotoristici ed, in particolare, a determinare il risultato negativo di Fiat Auto ha contribuito il calo dei mercati e le difficoltà del contesto competitivo, con le relative tensioni sui prezzi. Il recupero fatto registrare dal risultato operativo economico nel 2003 (seppur sempre negativo) è dovuto agli effetti di miglioramento dell'efficienza connessi al piano di rilancio del gruppo (testimoniato dall'incidenza delle spese generali sui ricavi ridottasi al 10%).

L'obiettivo di tornare ad un Risultato Operativo positivo nel 2004 è stato raggiunto grazie alla crescita dell'utile operativo di molti settori, il miglioramento conseguito negli esercizi successivi riflette, oltre al miglioramento del risultato della gestione ordinaria maggiori plusvalenze su cessioni di partecipazioni e minori oneri di ristrutturazione.

²⁰¹ Così viene giustificato l'aumento delle voci di costo nella *Relazione sulla Gestione 2000*.



Il ROI è diretta conseguenza del **ROS** e della **rotazione del capitale investito** (nella gestione caratteristica)²⁰². Dalla rappresentazione Grafica si rende ben evidente come ad aver determinato il calo del ROI sia stato il calo del ROS poiché il capital turn over operativo è sempre stato maggiore all'unità per cui ha agito da moltiplicatore del ROS. Si nota anzi come nel 2001, 2002 e 2003 – anni di riduzione del capitale investito- la rotazione del capitale investito sia aumentata, raggiungendo i suoi livelli maggiori e **facendo pensare all'esistenza, negli esercizi precedenti, di sovradimensionamento (poiché i ricavi di vendita sono diminuiti in misura meno che proporzionale rispetto alla forte diminuzione del capitale investito operativo)**.

Allo stesso tempo, però, le vendite (i ricavi netti) non si sono trasformate in utile operativo ad indicare – a seguito delle dismissioni effettuate- la scarsa redditività registrata dai settori in cui il capitale operativo residuo è investito (ci si riferisce in particolar modo alle perdite operative di Fiat Auto).

L'unico settore del gruppo che ha registrato perdite operative è proprio Fiat Auto (con l'unica eccezione del 2000). Le perdite operative del 2002 e del 2003 sono state tali da emergere anche a livello consolidato del gruppo.

²⁰² $ROI = (\text{Risultato Operativo} / \text{Ricavi Netti di Vendita}) \times (\text{Ricavi Netti di Vendita} / \text{Capitale investito Operativo}) = ROS \times \text{Turnover del Capitale Investito nella Gestione Caratteristica}$;

Quindi l'incremento del turn over non è avvenuto nella misura necessaria per poter assorbire, attraverso un più veloce rigiro del capitale investito, la flessione del margine tra i ricavi ed i costi operativi.

Il *valore aggiunto* misura la ricchezza creata dalla gestione caratteristica dei diversi settori del Gruppo e riflette sia l'efficienza dei processi produttivi, sia il rapporto con il mercato manifestato dal sistema dei prezzi al quale vengono negoziati i beni e servizi che determinano, rispettivamente, i ricavi netti di vendita e consumi intermedi.²⁰³

Nel grafico vengono riportate le incidenze percentuali sui ricavi netti di alcune voci del conto economico consolidato e si nota come, nel corso del periodo considerato, la percentuale relativa al valore aggiunto sia diminuita con una ripresa solo a partire dal 2003.

Valori del Conto Economico - percentuali in rapporto ai ricavi netti di vendita

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Ricavi netti di vendita	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Valore aggiunto	23,40%	22,87%	20,88%	18,21%	19,19%	19,19%	21,18%	21,18%
Costi per il personale	-15,8%	-15,1%	-14,2%	-13,6%	-13,8%	-13,8%	-13,7%	-13,7%
Risultato operativo della gest. caratteristica	0,44%	-0,18%	-1,07%	-2,90%	-2,42%	-2,42%	-0,90%	-0,90%
Risultato operativo	1,63%	1,48%	0,55%	-1,37%	-1,05%	-1,05%	0,05%	0,05%

Il miglioramento dell'incidenza del valore aggiunto sui ricavi netti di vendita negli ultimi esercizi (passata dal 18,21% al 19,19%) è il segnale di un possibile recupero di efficienza produttiva (a fronte di un calo dei ricavi netti dell'ordine del 12%, il valore dei consumi intermedi è diminuito del 14%).

Complessivamente, è evidente che vi è un importante **problema di marketing** per quanto riguarda il calo delle vendite e un **problema industriale**, di produzione, laddove alcuni settori siano sovradimensionati rispetto agli sbocchi di mercato. Sostanzialmente, l'*eccellenza competitiva* (di cui spesso si parla nelle pubblicazioni finanziarie del gruppo e di cui si riconosce come componente fondamentale il livello di soddisfazione del cliente) è la chiave per il recupero delle condizioni di economicità del settore Auto.

Nel giugno 2003, è stato varato il piano industriale di rilancio di redditività del gruppo che verte proprio sulle leve del marketing (con il lancio di nuovi modelli ed investimenti in nuove tecnologie) e sulle leve dei costi al fine di ottenere una struttura dei costi che sia competitiva. Tale piano si articolava in singoli piani per ogni settore operativo del gruppo ed è evidente, per le considerazioni fatte, che fondamentali sono stati gli esiti per il settore automobili.

²⁰³Per consumi intermedi si intende la sommatoria degli acquisti, dei costi per servizi, dei costi relativi ai beni di terzi in godimento ed altri costi relativi all'attività caratteristica.

Il Gruppo Fiat ha realizzato diverse iniziative sul lato della riduzione dei costi. Infatti, per quanto riguarda proprio gli obiettivi di efficienza, il progetto Nova (valido per il periodo 1999-2000) risulta aver conseguito abbondantemente i suoi obiettivi per l'esercizio 1999 (poiché le spese generali hanno ridotto la loro incidenza sui ricavi netti al 10,6% rispetto all'11% dell'esercizio precedente); per quanto riguarda il 2000 l'incidenza di tale voce sui ricavi netti è rimasta invariata il che significa che le importanti acquisizioni realizzate (in particolare, ci si riferisce a Case che è consolidata in CNH a partire da tale anno) non hanno prodotto inefficienze a livello consolidato. Un nuovo importante calo di detta incidenza si è avuto negli esercizi successivi.

Per quanto riguarda l'impiego della forza lavoro, si assiste ad un progressivo aumento degli indici di produttività. Come riportato di seguito:

INDICATORI DI PRODUTTIVITA'		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ricav. netti per dipendente	ricavi netti di vendita/n° dipendenti (è parametro di sintesi del contributo del personale alla formazione dei ricavi netti di vendita)	0,195	0,216	0,250	0,271	0,292	0,271	0,283	0,274	0,298
Costo del pers. per dipendente	Costo del personale/n° dipendenti	0,033	0,034	0,038	0,038	0,040	0,038	0,040	0,036	0,039
Num. medio dipendenti	NUMERO MEDIO DIPENDENTI (N.B. gran parte delle variazioni derivano da modifiche apportate all'area di consolidamento)	234484	223054	230544	214172	190405	174242	161224	170071	173726
Valore aggiunto per dipendente	Valore aggiunto/dipendenti	0,048	0,051	0,057	0,056	0,053	0,053	0,061	0,049	0,052
VALORE AGGIUNTO		11223	11327	13171	12021	10095	9279	9845	8315	9000

La netta diminuzione del numero medio dei dipendenti, è originata in parte notevole da variazioni dell'area di consolidamento. In particolare, il significativo incremento del 2000, + 7492 unità, è dovuto al consolidamento di Case mentre, invece la riduzione cui si assiste dal 2002 è conseguenza dei piani di riduzione delle eccedenze di organico, oltre che dalle variazioni del consolidamento connesse alle cessioni avvenute. La diminuzione della voce "ricavi netti per dipendente" registrata nel 2003 dopo il trend positivo è probabilmente spiegabile dalla fuoriuscita di settori produttivi di ricavi netti, quali quello assicurativo, avvenuta contemporaneamente alla riduzione ulteriore dei ricavi netti dei tre più importanti settori Automotoristici.

L'apprezzabile incremento delle **spese in R&S** dal 2000, ridottosi lievemente negli ultimi tre anni, ha le sue ragioni nel fatto che nei tre principali settori il gruppo è stato impegnato nel rinnovo delle sue linee di prodotto giunte nelle fasi finali del proprio ciclo di vita. Il **risultato delle partecipazioni** è stato negativo a partire dal 2001, con il massimo valore di oneri (-690 mln di euro) raggiunto nel 2002, dovuto agli oneri derivanti dall'allineamento ai corsi di borsa dei titoli in portafoglio delle società assicurative, cedute all'inizio di maggio 2003 (minusvalenze), il saldo positivo raggiunto negli ultimi esercizi è stato dovuto alla riduzione delle perdite di alcune partecipate.

Con l'importante eccezione del 2002, si sono rilevati nel periodo in esame sempre saldi positivi della **gestione straordinaria** che sono dovuti essenzialmente alle plusvalenze realizzate dalla vendita di attività non strategiche nell'ambito della progressiva focalizzazione sui core-business. Tali plusvalenze hanno assunto via via portata rilevante: nel 1998 con € 290 mln, nel 1999 con € 333 mln e, ancor di più, nel 2000, esercizio in cui i proventi straordinari sono riusciti ad arginare il peso cresciuto del saldo negativo della gestione finanziaria (ciò vale soprattutto per il 2000). I proventi straordinari derivano dalle operazioni di focalizzazione (continue anche nel 2000) del portafoglio di attività e soprattutto dalla cessione a General Motors del 20% del capitale di Fiat Auto (avvenuta contestualmente all'acquisizione da parte di Fiat di una quota pari a circa il 6% del capitale della società americana) e dalla plusvalenza realizzata con la cessione della divisione Lubrificanti di Magneti Marelli.

Si è detto che, a differenza degli altri anni considerati in quest'analisi, nel 2002 il **saldo dei proventi ed oneri non operativi è stato negativo** per 2503 milioni di euro, a fronte di un saldo positivo per 359 milioni di euro nel 2001. Il risultato è così spiegato in "Relazione sulla Gestione 2002":

il **saldo operativo delle operazioni di dismissione** è stato pari ad un valore negativo di 502 milioni di euro, così composto:

-1049 milioni di euro (la perdita conseguente alla vendita a prezzi di mercato della partecipazione detenuta in General Motors);

-250 milioni di euro (le minusvalenze ed oneri connessi alle cessioni);

+1007 milioni di euro (plusvalenze derivanti principalmente da cessioni);

-210 milioni di euro (rivalutazione di Fraikin in Iveco);

Oneri di ristrutturazione, pari a 1026 milioni di euro per lo più derivanti dal piano di ristrutturazione industriale di Fiat Auto.

Altre svalutazioni di attività effettuate sulla base delle mutate prospettive di mercato per 311 milioni di euro.

Accantonamenti straordinari a fondi rischi e oneri futuri, altri oneri e sopravvenienze passive, al netto di altri proventi straordinari e sopravvenienze attive, per 585 milioni di euro.

Imposte relative ad esercizi precedenti per 79 milioni di euro, di cui 56 milioni di euro per oneri accertati in relazione al condono fiscale.

Nel 2003 il **saldo dei proventi/oneri non operativi è tornato ad essere positivo (+347 mln)**, risultato principalmente ottenuto grazie al saldo positivo delle

plusvalenze/minusvalenze da partecipazioni (+1747 mln.) originate soprattutto con le cessioni di importanti attività come Fiat Avio, il gruppo Toro Assicurazioni, la società IPI e le attività brasiliane di finanziamento retail del gruppo Fiat Auto²⁰⁴. Anche in questo esercizio sono state importanti le valutazioni straordinarie di attività conseguenti all'evoluzione delle prospettive di mercato di alcuni business (pari a 215 milioni di euro, relative in particolare a svalutazioni dell'attivo fisso di Fiat Auto), così come gli accantonamenti straordinari a fondi rischi ed oneri futuri (per 501 milioni di euro) e gli oneri di ristrutturazione (pari a 658 milioni di euro) rappresentati dai costi sostenuti o accertati in funzione dei piani di mobilità ed incentivazione all'uscita, nonché da svalutazioni di attività materiali ed immateriali in coerenza con il piano di rilancio presentato a fine giugno 2003. Nel 2004 il saldo dei proventi/oneri è stato negativo in virtù dei pesanti oneri di ristrutturazione rappresentati da costi sostenuti o accertati in funzione dei piani di mobilità e di incentivazione all'uscita, tuttavia hanno notevolmente influito anche gli oneri ed accantonamenti di Fiat Auto, CNH e Magneti Marelli. Tale voce è tornata positiva nel 2005 in seguito allo scioglimento del Master Agreement con General Motors, mentre nel 2006, il saldo, rimasto positivo, è sceso notevolmente a causa della svalutazione del Goodwill attribuito ad alcune realtà europee di Comau, conseguente al processo, avviato nel secondo semestre dell'anno, di ridefinizione e ristrutturazione del perimetro di attività del settore.

²⁰⁴ La principale minusvalenza è stata quella relativa alla vendita di Fraikin (-24 milioni di euro).

BREVI CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Con l'analisi effettuata sull'andamento del Gruppo Fiat nel periodo compreso tra il 1998 ed il 2006 si è voluto dimostrare come il Gruppo sia riuscito a porre fine ad uno dei periodi più neri della sua storia, attraverso un costante impegno nel miglioramento della sua complessiva efficienza e flessibilità provvedendo ad esternalizzare tutte le attività non *core* a partner in grado di sviluppare più grandi economie di scala, mantenendo l'*insourcing* di processi quali quelli amministrativi, dell'*information technology*, dei servizi di supporto alle attività industriali svolte.

Il Gruppo pur trovandosi in uno stato di profonda crisi al termine degli anni novanta, culminata poi con le perdite rilevate negli anni tra il 2001 ed il 2004 a causa della mancata sostituzione di prodotti ormai obsoleti e dell'incalzante competitività dei concorrenti giapponesi, è riuscito a tornare ad un utile netto nel 2005, proseguendo il trend positivo negli anni successivi fino al 2009, anno negativo per tutto il settore auto.

La ristrutturazione è stata accompagnata da rinnovamenti e miglioramenti della gamma di prodotti, in ogni area di attività, (solo nel settore Auto c'è stato il lancio di 22 tra nuovi modelli e restyling), uno sforzo che, nel 2006, ha consentito di guadagnare quote di mercato sia in Italia che nei principali paesi Europei.

Sono stati presi numerosi accordi internazionali, soprattutto il settore automobilistico ha puntato a rafforzare la propria presenza in due mercati in forte espansione come la Russia e l'India, stringendo intese commerciali ed industriali con Severstal Auto e Tata Motors²⁰⁵. Iveco ha dato un impulso significativo alla propria strategia di crescita in Cina attraverso accordi con Saic, Chongqing Heavy Vehicle Group e Nanjing Motor Company.

Sotto il profilo finanziario il gruppo ha visto progressivamente ridursi il proprio indebitamento netto grazie al significativo cash flow industriale. Tutto questo ha incrementato, per il periodo oggetto di analisi, la fiducia nella Fiat; lo confermano il miglioramento del rating sul debito, passato da un livello "BB-" al livello "BB" e la capacità di attrarre un gran numero di investitori istituzionali internazionali in occasione di emissioni obbligazionarie unito al costante rialzo del titolo in Borsa.

Dall'analisi del bilancio di Fiat Auto S.p.A., società capogruppo, è emerso come l'andamento economico/finanziario della holding abbia ricalcato quello complessivo di gruppo.

²⁰⁵ Fonte: *Relazione sulla Gestione*.

Tuttavia il risultato positivo ottenuto da Fiat Auto S.p.A. nel 2005 non è frutto dell'attività industriale (tanto che l'utile operativo è risultato ancora negativo anche se migliore degli anni precedenti) ma è dovuto principalmente a fattori straordinari, come, accordi presi dal management negli anni precedenti; è sufficiente ricordare il mancato esercizio dell'opzione Put con la quale Fiat avrebbe potuto vendere a General Motors la residua partecipazione in Fiat Auto Holdings BV e che invece ha reso alla casa torinese un indennizzo di 1.550 milioni di euro.

L'attività di riorganizzazione e di ristrutturazione sia delle singole imprese che, particolarmente, di Fiat Auto S.p.A., ha dato i suoi frutti proprio in quest'ultimo periodo.

Infatti da recenti indiscrezioni di stampa risulta che il 2010 per Fiat è stato l'anno del ritorno all'utile ed ha superato tutti i target e le previsioni degli analisti. Il consiglio di amministrazione del gruppo ha annunciato che gli utili netti si sono attestati a 600 mln. di euro contro gli 848 persi nel 2009, mentre i ricavi sono saliti del 12,35% a 56,3 miliardi. Netta riduzione, quasi un dimezzamento, per l'indebitamento: da 4,4 a 2,4 miliardi.

La casa torinese, inoltre, ha confermato gli obiettivi finanziari previsti nel piano 2010 – 2014 che erano stati anticipati in aprile. Il consiglio di amministrazione proporrà all'assemblea degli azionisti il pagamento di un dividendo complessivo pari a 155,1 mln. di euro.

Nel 2010, per quanto riguarda il settore auto, sono stati conseguiti ricavi per 27,9 miliardi, in crescita del 6%. L'effetto della contrazione dei volumi delle vetture è stato compensato dall'incremento delle vendite dei veicoli commerciali leggeri (+27%). Complessivamente sono state 2.081.800 le auto ed i veicoli commerciali leggeri consegnati, con un calo del 3,2%.

Le consegne 2010 includono circa 13.500 unità di prodotti Chrysler, Jeep e Dodge: l'avvio dell'attività di distribuzione di questi marchi attraverso la rete commerciale europea del gruppo è stato completato. Nel quarto trimestre il mercato dell'auto ha proseguito la riduzione in Europa (-8,9%) e in Italia (-23,8%) rispetto al 2009. In particolare la quota del gruppo è stata in Italia del 28,5% (-3%) e in Europa del 6,8% (-1,5%).

A dimostrazione che il risultato ottenuto è frutto esclusivamente dell'attività industriale, l'amministratore delegato ha sottolineato che Fiat non sta lavorando a cessioni di asset, ma non esclude operazioni del genere in futuro.

Bibliografia

A

G. Alzona, *Holdings e gruppi: le modificazioni in atto nelle strutture societarie nel sistema industriale italiano*, in *Economia e politica industriale*, n° 31, 1981;

L. Azzini, *I gruppi: lineamenti economico-aziendali*, Giuffrè, Milano, 1968;

L. Azzini, *I gruppi aziendali*, Giuffrè, Milano, 1975;

L. Azzini, *Le situazioni finanziarie investigate nella dinamica economica dell'azienda*, Giuffrè, Milano, 1962;

B

P. Bosi, M.C. Guerra, *I tributi nell'economia italiana*, Il Mulino, Bologna, IV ed.-2003;

G.B. Bozzola, *Dimensioni ed efficienza nell'economia aziendale*, Franco Angeli, Milano, 1985;

R. A. Braley, S. C. Myers, Sandro Sandri, *Principi di finanza aziendale*, Quarta edizione 2003, McGraw-Hill;

F. Brioschi, *Il capitalismo collusivo*, *MicroMega*, n° 3, 1990;

F. Brioschi, L. Buzzacchi, M.G. Colombo, *Gruppi industriali e mercati finanziari*, in *Harvard Espansione* n. 45;

F. Brioschi, L. Buzzacchi, M.G. Colombo, *Risk capital, Financing and the separation of ownership and control in business groups*, in *Journal of banking and finance*, n. 13, 1989;

G. Brunetti, V. Coda, F. Favotto, *Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, EtasLibri, Milano, 1995;

V. Buonocore, *La riforma del diritto societario, Commento ai d.lgs n° 5-6 del 17 gennaio 2003*, G. Giappichelli EDITORE, Torino, 2003;

C

C. Campanini, G. Capodaglio, *Introduzione all'economia aziendale*, Clueb, Bologna, 1985;

P. Capaldo, *Crisi d'impresa e suo risanamento*, *Banche e Banchieri*, 1977, in A.Lai *Le situazioni di equilibrio economico finanziario di gruppo*, II ed. 2000, Franco Angeli;

- C. Caramiello**, *Indici di Bilancio, strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, Ipsoa Informatica, Milano, 2000;
- L. Caselli, P.M. Ferrando, A. Gozzi**, *Il gruppo nell'evoluzione del sistema aziendale*, Franco Angeli Libri, Milano, 1990;
- P.E. Cassandro**, *I gruppi aziendali*, Cacucci, Bari, 1988;
- P.E. Cassandro**, *Sulle teorie aziendali di Eugenio Schmalenbach*, Bari, 1941;
- M. Cattaneo**, *Economia delle aziende di produzione*, Etas Libri, Milano, 1969;
- D. Cavenago**, *Scelte aziendali ed economicità*, Giuffrè, Milano, 1990;
- M. Celli**, *Sulle economie di scala nella grande impresa*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n° 3/4, Marzo-Aprile 2001;
- V. Coda**, *L'orientamento strategico dell'impresa*, in *Finanza, Marketing e produzione*, n.1, 1989;
- V. Coda**, *La Progettazione delle strutture organizzative*, Franco Angeli, Milano, 1983;
- V. Conti, R. Hamai**, (a cura di) *Operatori e mercati nel processo di liberalizzazione*, Il Mulino, Bologna, 1990;
- R. Corticelli**, *Ordine ed equilibrio nell'azienda*, in *Rivista Italiana di Ragioneria ed Economia Aziendale*, RIREA, n. 3-4 1994;

D

- H. Daems**, *The holding company and corporate control*, M. Nijhoff, Social Sciences Division, Boston, 1978;
- C. Della Bella**, *Le società di intermediazione captive dei grandi gruppi industriali italiani*, in *Finanza, Imprese e Mercati*, n. 3, 1989;
- C. Demattè**, *Modelli di crescita delle imprese a leverage multiplo: rischi e deformazioni*, in *Economia e Management* n. 6, 1995;
- V. Di Stefano**, *La pianificazione tributaria quale strategia finanziaria dei Gruppi di Società*, in P. Balzarini, G. Carcano, G. Mucciarelli (a cura di) *I Gruppi di Società*, in Atti del Convegno Internazionale di studi, Venezia, 16-17-18 Novembre 1995, 3 volumi, Milano, Giuffrè, 1996.;
- G. Donaldson**, *Strategia di mobilità finanziaria*, Isedi Milano, 1977;

F

G. Ferrero, *Finanza Aziendale*, Giuffrè, Milano, 1981;

G. Ferrero, *Istituzioni di economia d'azienda*, Giuffrè, Milano 1968;

Fondazione Rosselli, *Crisi di impresa e risanamento, ruolo delle banche e prospettive di Riforma*, Edibank, 1997;

E. Fossati, *Direzione e controllo nei gruppi aziendali*, Giuffrè, Milano, 1990;

G

A.P. Griffi, *I Gruppi di Imprese*, in V. Buonocore (a cura di) *Istituzioni di Diritto Commerciale*, Giappichelli, Torino, 2003;

L. Guatri, *I costi di azienda*, Giuffrè, Milano 1954;

L. Guatri, *La valutazione dell'azienda. Teoria e pratica dei Paesi Avanzati a confronto*, Egea Milano, IV ed. 1994;

H

T. Hosci, A. Kashyap, D. Scharfstein, *Corporate Structure, liquidity and investment: evidence from Japanese industrial groups* in *Quarterly Journal of Economics*, n.106, pagg. 33 – 60, febbraio 1991;

I

C. Impenna, M. Pagnini, *Holding e gruppi industriali in Italia: mercato e gerarchia nei circuiti dei capitali interni* in *Finanza, Imprese e Mercati*, n. 2, 1993;

J

R.K. Jaedicke, R.T. Sprouse, *Flussi economici e finanziari nell'impresa*, Isedi Milano, 1977;

L

Lai, *Le situazioni di equilibrio economico finanziario di gruppo*, II ed. 2000, Franco Angeli, Università Cattolica del Sacro Cuore;

F. Lambertini, *Efficienza, economicità e sviluppo dell'impresa*, Bologna, Patron 1990;

F. Lambertini, *Valutazione di cessione delle aziende in perdita*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* n.6 – 7, Giugno – Luglio 1985 Rirea;

N. Lattanzi, *Sulle condizioni di economicità degli scambi infragruppo*, in *Revisione Contabile* n. 25;

J. Lintner, *Distribution of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes*, in *American Economic Review*, 46, maggio 1956;

G. Lorenzoni, *L'architettura di sviluppo delle imprese minori: costellazioni e piccoli gruppi*, Il Mulino, Bologna, 1990;

M

M. Maggi, *Salone di Francoforte/La grande paura*, in *L'espresso*;

I. Marchini, *Efficienza, Produttività, Redditività, Economicità nell'impresa*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n.4, Aprile 1972;

G. Mattia, C.A. Pratesi, *Piano marketing dei nuovi prodotti*, McGraw-Hill, Milano, 2002;

S. Mengoli, *Assetti proprietari e politica dei dividendi: una verifica empirica per il mercato italiano*, Tesi di Dottorato, Università di Siena, 2002;

M. Miola, *Trasferimenti patrimoniali infragruppo: profili interni e transnazionali*, in AA.VV., *I gruppi di società*, Giuffrè, Milano, 1996;

F. Momigliano, *Economia industriale e teoria dell'impresa*, Il Mulino, Bologna, 1975.

A. Mosconi, E. Rullani, *Il gruppo nello sviluppo dell'impresa industriale*, Isedi Milano, 1978;

O

G. Oddo, *L'industria aumenta margini ed utili*, in *Il sole 24 ore*, 14 Ottobre 2004;

P. Onida, *Economia d'azienda*, UTET, Torino 1971;

P. Onida, *L'economicità dell'impresa*, in *Studi di Tecnica Economica, Organizzazione e Ragioneria pubblicati in memoria del Prof. Gaetano Corsani*, Corsi, Pisa, 1966;

P

Passaponti, *I gruppi e le altre aggregazioni aziendali*, Giuffrè, Milano, 1994;

L. Petix, *Aspetti della gestione finanziaria dei gruppi*, Cedam, Padova, 1979;

M. Porter, *From competitive advantage to Corporate strategy in Harvard Business Review*, Maggio – giugno 1978;

Pubblicazioni Finanziarie di Fiat Group;

Relazioni sulla gestione 1999- 2006 del Gruppo Fiat;

Relazione sulla gestione – Analisi economico-finanziaria del Gruppo Fiat e della Fiat S.p.A. 1999;

Form 20F 2000 del Gruppo Fiat;

Relazione Trimestrale 1° trimestre 2007 del Gruppo Fiat;

R

F. Ranalli, *Il ruolo del bilancio della holding nella valutazione della performance di un gruppo industriale. Prime considerazioni in Scritti di Economia Aziendale in memoria di Raffaele D’Oriano*, CEDAM, Padova, 1997;

L. Rinaldi, *L’analisi del bilancio consolidato*, ISDAF SRL, 1995;

B. Rosignoli, *Materiali per lo studio della Finanza Aziendale*, Cusi, Milano 2004;

S

P. Saraceno, *La produzione industriale*, Libreria universitaria editrice, Venezia, 1978;

S. Sarcone, *L’azienda - Caratteri d’istituto, Soggetti, Economicità*, GIUFFRÈ, Milano 1997;

F.M. Scherer, *Economia industriale*, Edizioni Unicopli, Milano, 1985;

S. Sciarelli, *Il sistema d’impresa*, III ed., CEDAM, Padova 1985;

C. Signoroni, *Ma il valore è della strategia*, in *Il sole 24 ore*, 24 Luglio 1987;

C. Signoroni, *Strategie e struttura organizzativa nel gruppo Fiat*, intervento al seminario *L’impresa rete*, Istituto Rso, Camogli, 2-4 Giugno 1988;

M. Solbiati, *Gli indicatori di economicità e il ciclo dei prodotti*, in *Amministrazione e Finanza*, n.19, 1994;

T

L. Talarico, *Il gruppo gerarchico ed il sistema dei rischi*, Dissertazione di Dottorato di Ricerca in Economia Aziendale, IX ciclo, Pisa, 1997;

Tessitore, *Una riconsiderazione del concetto di azienda*, in AA.VV. *Economia Aziendale scritti in onore di E. Ardemani*, Giuffrè, Milano 1997;

V

S. Vaccà, *Le partecipazioni azionarie ed i rapporti contrattuali nella formazione dei gruppi aziendali* in *Il Risparmio*, Luglio, 1960;

P. Vantellini, *Ruolo delle holding estere e gestione finanziaria dei gruppi*, in *Economia&Management*, Luglio, 1988;

C. Vergara, *Disfunzione e crisi d'impresa. Introduzione ai processi di diagnosi risanamento e prevenzione*, Milano, Giuffrè, 1988;

Z

G. Zanda, M. Lacchini, T. Onesti, *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, II ed. 1994;

G. Zappa, *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Giuffrè, Milano 1956;

Zattoni, *Economia e governo dei gruppi aziendali*, EGEA e Giuffrè, Milano, 2000;

L. Zingales, (Commento) a: F. Barca, G. Ferri, *Crescita, finanziamento e riallocazione del controllo: teoria e prime evidenze empiriche per l'Italia*, in AA. VV., *Il mercato della proprietà e del controllo delle imprese: aspetti teorici ed istituzionali*, Banca d'Italia, Roma, 1994;