



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale in Economia e Management
Curriculum Amministrazione, Finanza e Controllo

**LA GESTIONE FINANZIARIA DELLE HOLDING
DI PARTECIPAZIONE**

Financial management of holding companies

Relatore: Chiar.mo
Prof. Alberto Manelli

Tesi di Laurea di:
Oara Mattei

Anno Accademico 2018/2019

INDICE

Introduzione	1
Capitolo 1 – Le holding di partecipazione	3
1.1 Nozione e tipologie di holding	3
1.2 Tipologie di holding secondo le attività esercitate	5
1.2.1 Holding pura	8
1.2.2 Holding industriale / commerciale	10
1.2.3 Holding immobiliare	11
1.3 Tipologie di holding in base alla compagine sociale	12
1.3.1 Holding familiare	12
1.3.2 Holding pubbliche	15
1.3.3 Sub-holding	16
1.4 Tipologie di holding riguardo la natura giuridica	17
1.4.1 Holding società	17
1.4.2 Associazioni holding	21
1.4.3 Fondazioni holding	22
1.4.4 Capogruppo persona fisica (“holder”)	23
1.4.5 Holding di fatto	24
1.5 La normativa di riferimento	25
1.5.1 Analisi dell’art. 113 del TUB in riferimento alle holding di famiglia date le recenti modifiche normative	28
1.5.2 Le previsioni dell’oggetto sociale dello statuto	38
1.5.3 Il carattere fiscale delle holding	40

1.6 Vantaggi e svantaggi delle holding di partecipazione	46
1.6.1 Vantaggi di una holding	46
1.6.2 Vantaggi fiscali	47
1.6.3 Vantaggi finanziari	49
1.6.4 Vantaggi gestori	50
1.6.5 Svantaggi di una holding	50
1.6.6 Holding societarie e disciplina fiscale	51
1.6.7 Come scegliere il Paese in cui costituire una holding	51
1.6.8 Perché la riorganizzazione di una holding	52
1.7 Cenni in materia di antiriciclaggio	54
1.7.1 Art. 106 TUB (Testo Unico Bancario)	54
1.7.2 Art. 107 TUB (Testo Unico Bancario)	58
1.7.3 Art. 113 TUB (Testo Unico Bancario)	61
Capitolo 2 – La gestione finanziaria delle holding	67
2.1 Introduzione: che cos'è la gestione finanziaria	67
2.1.1 La gestione finanziaria: i flussi di soldi all'interno dell'azienda	67
2.1.2 La gestione finanziaria: i flussi di cassa	68
2.1.3 La gestione finanziaria: conclusioni	69
2.2 La struttura finanziaria di un gruppo	70
2.2.1 I finanziamenti e i conferimenti dei soci	70
2.2.2 Come si utilizzano i versamenti dei soci	71
2.2.3 Aspetti finanziari e contabili	73
2.3 I flussi di cassa di gruppo	75
2.3.1 I flussi di cassa operativi e netti	76
2.4 Il cash pooling e la gestione accentrata della tesoreria di gruppo	81
2.5 Prestiti obbligazionari	85

2.6 Il costo del capitale di gruppo	89
2.6.1 Il costo del capitale proprio	90
2.6.2 Il costo del capitale di debito	94
2.6.3 Il costo del capitale medio ponderato	96
2.6.4 Il costo del capitale di gruppo e sussidi incrociati intercompany	98
2.7 Interazione tra leva azionaria e leva finanziaria	99
2.8 Asset & liability management intercompany	101
2.9 La diversificazione del portafoglio	104
2.10 Flessibilità finanziaria e capacità di indebitamento	107
2.11 Allocazione del debito nei gruppi piramidali	113
Capitolo 3 – Le alternative alle holding di partecipazione	117
3.1 Il trust	117
Conclusioni	127
Bibliografia	129

INTRODUZIONE

La *holding* letteralmente è una società finanziaria che detiene la maggioranza delle azioni e il controllo di un gruppo di imprese, su base pratica è un fenomeno che nel corso degli anni manifesta un successo continuo e crescente grazie ai tanti vantaggi che essa comporta.

Dai vantaggi economici, a quelli fiscali e contabili fino a quelli gestori, la *holding* e il gruppo d'impresa consente una crescita delle imprese che vi aderiscono, la ricerca di nuovi partner, unite alla necessità di diversificazione imposta da un mercato dinamico e in costante evoluzione.

Tale fenomeno, da una parte ha una crescente importanza economica nello scenario economico e dall'altra ha una profonda necessità di una gestione finanziaria che permetta una creazione del valore grazie alla connessione di tale funzione con le principali funzioni aziendali:

- con la funzione strategica, per tutto ciò che riguarda la valutazione degli investimenti e delle operazioni di finanza straordinaria;
- con la funzione di amministrazione e controllo, per le operazioni di finanza ordinaria;
- con la funzione marketing e di logistica per quanto attiene le operazioni di finanza che riguardano la gestione del circolante.

Pertanto, con riguardo a quanto detto finora, è fondamentale analizzare la funzione finanziaria delle holding di partecipazione per i suoi contenuti e per le sue finalità, data la sua centralità e complessità all'interno di un'impresa.

In questo ambito si analizza la holding e le sue principali caratteristiche, le suddivisioni per tipologie, gli aspetti rilevanti per poi trattare le tematiche strettamente finanziarie fino ad arrivare ad un'eventuale alternativa della holding stessa.

Capitolo 1 – LE HOLDING DI PARTECIPAZIONE

1.1 NOZIONE E TIPOLOGIE DI HOLDING

L' espressione "*holding company*"¹ ha origine americana e può essere tradotta in "società detentrici". Il termine *holding* è generalmente utilizzato per indicare la capogruppo o la controllante che:

- detiene partecipazione di controllo in una o più società;
- esercita attività di coordinamento e di indirizzo della gestione delle proprie partecipate, avvalendosi del controllo come "strumento o presupposto di tale sua attività"².

Per l'operatore economico, inoltre, è fondamentale conoscerne la tipologia, così da comprendere le varie dinamiche che potrebbero crearsi. Perciò si classificano le holding a seconda delle caratteristiche secondo:

- 1) l'attività esercitata;
- 2) la compagine sociale;
- 3) la natura giuridica.

Riguardo all'attività esercitata, saranno analizzate:

- holding pure;

¹ F. PEPE, *Holdings, gruppi e bilanci consolidati con appendice sulle strutture di alcuni importanti gruppi italiani*, Giuffrè, Milano, 1968, pag.39.

² G. SCOGNAMIGLIO, *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, Giappichelli, Torino, 1996, pag.21.

- holding miste industriali/commerciali;
- holding immobiliari.

In merito alla compagine sociale:

- holding familiari;
- holding pubbliche;
- sub-holding.

Infine, secondo la natura giuridica che una capogruppo può assumere:

- S.p.a;
- S.r.l;
- S.a.p.a;
- Associazioni;
- Fondazioni.

Inoltre, si approfondiranno due casi particolari: la capogruppo come persona fisica e la “holding di fatto”.

Il codice civile non fornisce una chiara definizione di holding, ma descrive la fattispecie di controllo in maniera precisa e articolata all'art. 2359 del c.c., disciplinandone il fondamento in una partecipazione totalitaria, di maggioranza assoluta o relativa, o in un vincolo contrattuale.

Il soggetto che detiene il controllo può limitarsi a fare il socio, esercitando i propri diritti connessi al pacchetto partecipativo di maggioranza oppure, come nelle holding, il controllo può essere utilizzato per svolgere un'attività di coordinamento

e di indirizzo dell'insieme delle società partecipate finalizzato alla pianificazione dell'azione dei soggetti controllati, così da ottenere risultati strategici complessivi (ad esempio: economie di scala, profitti, fatturato, ecc.).

L'assunzione di partecipazioni in società è un'attività primaria della holding, è “solo il mezzo strumentale” per la realizzazione della sua attività principale, ovvero il coordinamento e indirizzo delle gestioni di altre società³, resi possibili grazie ad una partecipazione per lo più di controllo in tali società.

Nell'oggetto sociale della holding “l'assunzione di partecipazioni in altre società” si affianca al coordinamento delle società a cui partecipa, sia esso tecnico, finanziario, o amministrativo.

Il limite imposto dall'art. 2361 c.c. all'acquisto delle partecipazioni, che per entità o per oggetto modifichino l'oggetto sociale stesso, non sussiste per le holding, in quanto, l'acquisto delle partecipazioni è essenziale al raggiungimento dell'oggetto stesso, inteso come attività di indirizzo e coordinamento delle partecipate.

1.2 TIPOLOGIE DI HOLDING SECONDO LE ATTIVITA' ESERCITATE

a) Direttive generali per le controllate

³ G. MUCCIARELLI, “Holdings, società finanziarie e art.19 della legge 7 giugno 1974, n.216, in Rivista delle Società, 1985, pag. 895-975.

La detenzione delle partecipazioni maggioritarie permettere alla holding di assumere tutte le decisioni di competenza dell'assemblea delle controllate: dall'approvazione del bilancio alle modifiche statutarie, e soprattutto la nomina della totalità o della maggioranza degli organi amministrativi e di controllo.

Si crea, così, un rapporto di fiducia tra la holding e gli amministratori, essendo la holding che con il proprio voto ne provoca la nomina o in ogni momento provocarne la revoca e se la controllante impartisce direttive agli amministratori della controllata, ciò è possibile grazie a quel potere che riguarda il diritto reale sulle azioni che la abilita a nominare, confermare o a revocare gli amministratori, oppure a decidere le operazioni sul capitale, e così via. Dipenderà poi dalla capacità manageriale degli amministratori della controllata, e dal prestigio che hanno acquisito, la loro più o meno ampia partecipazione alla formulazione delle direttive. Solitamente, il rapporto fra i due organi di amministrazione è un rapporto dialettico e si manifesta in riunioni al quale partecipano presidenti esecutivi e amministratori delegati della holding e delle controllate e nelle quali le linee strategiche del gruppo vengono messe a confronto con le reali possibilità operative di ordine finanziario, industriale o commerciale delle singole controllate⁴.

⁴ F. GALGANO, Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell'Economia, vol. XXIX, tomo primo, CEDAm, Padova, 2004, pag. 177.

b) Svolgimento di attività di sostegno organizzativo, tecnico, logistico e finanziario alle controllate

La holding può effettuare funzioni aziendali specifiche, a favore delle controllate ad esempio, la formazione del personale del management, la consulenza legale e tributaria, i servizi informatici e o amministrativi, la commercializzazione unitaria delle produzioni di gruppo, il marketing, la ricerca e sviluppo, ecc.

L'assistenza finanziaria alle controllate può consistere nel prestare mezzi di credito alle partecipate e, a condizioni meno onerose, nel concedere alle banche le garanzie a favore delle partecipate (fideiussioni, lettere di patronage), nel porre in essere sistemi di tesoreria accentrata. Per lo svolgimento di queste attività, può essere previsto un corrispettivo, o lo stesso invece, può essere rappresentato dal vantaggio che ritraendone le partecipate, si riverbera sul patrimonio della partecipante⁵.

c) Effettuazione di operazioni di acquisto e vendita delle partecipazioni di controllo

Le holding, di solito, acquistano pacchetti di controllo con lo scopo di conservarli nel tempo, per trarne benefici patrimoniali grazie alla titolarità degli stessi. A seconda dell'attività svolta, le holding si distinguono in “holding pure”, che svolgono solo attività di coordinamento e gestione delle partecipazioni e “holding miste”, che svolgono anche attività produttiva di beni o servizi.

⁵ C. TRENTINI, “Qualità della holding ed assoggettabilità a fallimento”, in *Il Fallimento*, n.6, 2003, pag. 616.

1.2.1 Holding pura

La holding pura esercita solo attività di gestione delle partecipazioni che possiede e di indirizzo e coordinamento delle relative politiche aziendali. Non svolge attività di produzione e si limita ad amministrare le proprie partecipazioni, a dirigere le società del gruppo⁶, dette ‘società operative’.

La holding pura è caratterizzata dall'assenza di attività produttive e dall'accertamento delle funzioni di pianificazione, finanza e controllo.

Non si limita, quindi, alla percezione dei dividendi conseguiti per la sua qualità di socio, ma interviene nell'amministrazione delle partecipate delineando le strategie operative e gli obiettivi gestionali da perseguire in un'attività di direzione, coordinamento e programmazione delle società controllate idonea ad aumentare, sul piano economico, i profitti.

L'attività della holding pura spesso è rivolta non a soggetti esterni, ma esclusivamente verso le partecipate.

Si rileva, infatti, un ottimo strumento per gestire un portafoglio diversificato, mirato a minimizzare il rischio, acquisendo partecipazioni il meno possibile correlate tra loro.

Negli ultimi anni, in Italia, il grado di diversificazione delle holding pure si è ridotto, mediante la dismissione delle attività e l'uscita dai settori non più strategici

⁶ G. MUCCIARELLI, op. cit., pag. 933.

o marginali, diventando sempre più difficile, in un ambiente competitivo e imprevedibile, gestire un portafoglio composto da un elevato numero di partecipazioni, soprattutto quando le società sono operanti in business differenti⁷.

C'è distinzione tra "holding pura" che svolge solo attività di coordinamento e di direzione strategica unitaria delle partecipate e "holding operativa" che svolge anche le attività ausiliarie di ordine organizzativo-finanziario e di consulenza alle controllate.

Per "scatola vuota" si fa riferimento a società che non esercitano alcuna attività operativa se non la sola detenzione di attività finanziarie. Una holding così, rispetto ad una holding pura, si limita ad incassare i dividendi e amministrare in modo statico le proprie partecipazioni, esercitando i propri diritti di socia senza effettuare nessuna attività di governo, di direzione, o di apprestamento di servizi comuni alle controllate. Di solito, nella holding è presente una rilevante quota di partecipazione di controllo in una o più sub-holding. Nella realtà italiana queste situazioni sono abbastanza frequenti e rivestono un ruolo di "trasmissione" di controllo da parte di società fiduciarie e persone fisiche⁸.

⁷ G. DONNA, "La creazione di valore delle holding", in Rivista AIAF, 2004, fascicolo 52, supplemento 120, pag.8.

⁸ P. DI TORO, Sul governo dell'azienda di gruppo, CEDAM, Padova, 2004, pag. 142.

1.2.2 Holding mista industriale/commerciale

Secondo alcuni, si ha una ‘holding mista’ quando la società esercita direttamente un’attività industriale o commerciale e gestisce partecipazioni di controllo in altre società, la cui attività può essere o non essere strumentale o complementare rispetto a quella direttamente esercitata dalla controllante.

Mentre, secondo altri, è una capogruppo che esercita non solo un’attività di gestione di partecipazioni e di indirizzo delle politiche aziendali delle controllate, ma anche un ruolo di coordinamento industriale delle strategie tra le varie società partecipate alla ricerca di sinergie in business comuni o correlati. In una holding mista, spesso, l’indirizzo industriale delle politiche aziendali della società partecipate è l’elemento che la caratterizza.

Secondo un’ultima definizione, si può parlare di holding ‘industriale pura’ quando le società partecipate operano all’interno di un’unica area di business e di holding ‘industriale mista’ quando le società partecipate operano in più aree di business. In questo ultimo caso, la holding può svolgere verso le controllate solo una funzione finanziaria.

1.2.3 Holding immobiliare

L'intestazione di immobili alla holding permette di⁹: delimitare la responsabilità, sottrarre gli immobili di proprietà della holding alle pretese dei creditori sociali delle altre società; separare gli immobili dal *core business*, che può essere oggetto di alleanze e operazioni di compravendita; razionalizzare i costi di gestione; agevolare il ricorso al credito bancario, utilizzando come garanzia gli immobili e assumendo finanziamenti per diventare l'interlocutore con sistema bancario e immettere nel gruppo risorse finanziarie (ad esempio cash pooling); evitare che la redditività degli immobili si mescoli con quella del *core business*; facilitare nell'azienda familiare il passaggio generazionale, dividendo gli eredi che vogliono continuare l'attività da quelli che non hanno interesse nell'impresa di famiglia.

Tra le operazioni di estromissione dell'immobile ci sono: le scissioni, che permettono una separazione definitiva tra la società scindenda e la beneficiaria; il conferimento quando c'è correlazione tra le due società, la conferente e la conferitaria, con le problematiche delle partecipazioni incrociate.

⁹ R. MORO VISCONTI, *Le holding*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2004, pag.329.

1.3 TIPOLOGIE DI HOLDING IN BASE ALLA COMPAGINE SOCIALE

Riguardo la compagine sociale, si presentano le holding familiari, le holding pubbliche e le sub-holding. Strumenti che permettono l'amministrazione e la gestione di patrimoni, anche ingenti, con una certa flessibilità, consentendo la conciliazione di diverse esigenze¹⁰. Nelle famiglie più ampie o nelle holding che operano in più settori, l'articolazione in sub-holding permette una gestione unitaria senza sacrificare l'autonomia gestionale del singolo ramo familiare o aziendale.

1.3.1 Holding familiari

Nella holding familiare i soci sono legati da rapporti di parentela, affinità e coniugio. Questo tipo di holding ha come oggetto sociale la gestione di partecipazioni in altre società operative, insieme alla prestazione di servizi alle società stesse. Può permettere di superare parzialmente o risolvere in modo discreto le problematiche del funzionamento, della crescita e dei cambiamenti generazionali, caratteristiche delle aziende familiari in cui le scelte gestionali non sono determinate solo da fattori economici, ma anche da motivazioni psicologiche ed emotive che nascono nei rapporti tra familiari / imprenditori / proprietari.

a) Separazione del livello della proprietà dal livello imprenditoriale

¹⁰ V. FELLINE, F. VEDANA, Patrimoni, EGEA, Milano, 2007, pag.81.

La holding familiare tra i soci familiari e le società operative ha lo scopo di isolare i contrasti familiari, così da estraniare le dinamiche prettamente familiari dalle attività gestionali, si ha così una separazione tra la realtà familiare (holding) e quella imprenditoriale (società controllate operative) caratterizzate da interessi diversi, infatti in caso di liti tra i familiari-soci queste si risolvono nella holding, senza che l'attività operativa ne risenta.

b) Razionalizzazione del controllo societario

Con la holding si crea un raggruppamento unico e stabile di soci, posto indirettamente al vertice di tutte le società, senza ripetere la presenza degli stessi soci nelle stesse percentuali e con gli stessi accordi in tutte le società di proprietà della famiglia, agevolando così l'ingresso di terzi nelle società operative. È importante che le partecipazioni societarie nelle holding siano esclusivamente nell'interesse del mantenimento del controllo della stessa da parte della famiglia nell'ambito degli equilibri concordati anche ricorrendo a strumenti giuridici e contrattuali, come la società in accomandita, clausole statutarie di prelazione in una cessione di quote, patti di sindacato, patti parasociali. In tal modo, qualora alcuni familiari intendano abbandonare l'azienda, questi lasceranno la holding senza alterare la compagine sociale delle società operative controllate.

All'interno della holding si può tener conto della volontà e della capacità dei familiari di occuparsi della gestione dell'azienda o di avere un ritorno finanziario.

Si possono valutare le assegnazioni delle cariche sociali ad alcuni familiari, creare clausole statutarie “exit” a favore dei soci che voglio alienare le loro partecipazioni a favore di altri familiari. In alternativa, si potrebbe configurare una struttura partecipativa con maggioranze tali da garantire la partecipazione agli utili in presenza di diversi diritti di controllo sulle società operative da parte dei singoli familiari.

c) Agevolazione del passaggio generazionale

Avviene solo a livello di capogruppo, se i familiari detengono partecipazioni solo a livello di holding. Le società operative, in teoria, non risentono di questo cambiamento, inoltre potrebbero essere designati anticipatamente i successori.

d) Pianificazione strutturale e unitaria dello sviluppo dell'”azienda familiare”

Solitamente, le imprese familiari, hanno una crescita casuale e disordinata, si affiancano altre attività al *core business* iniziale, a volte correlate all'attività principale, a volte necessarie per diversificare il rischio, altre per impiegare risorse finanziarie. L'attività delle società operative, invece, può essere coordinata e pianificata a livello di holding, sia per ciò che riguarda le scelte strategiche, sia per il profilo finanziario, legale, fiscale e commerciale sfruttando sinergie ed economie di scala. In tal modo, la holding diviene il fulcro decisionale della volontà familiare che si plasma in strategia del gruppo di famiglia, sulla base della quale sarà

coordinata l'attività di ogni singola società operativa. Inoltre, sfruttando l'effetto leva azionaria, alcuni gruppi familiari che inizialmente non sono dotati di sufficienti risorse finanziarie, possono accrescere il loro business coinvolgendo soci di minoranza delle diverse unità operative.

e) Alcuni svantaggi della holding familiare

Possono essere dati da costi di realizzazione eccessivi per il raggiungimento della struttura societaria ottimale e per il mantenimento della stessa. La presenza di diverse realtà giuridiche potrebbe comportare la duplicazione di alcuni costi societari e amministrativi e in tal modo i rapporti tra holding e società operative richiederebbero un ulteriore coordinamento organizzativo e gestionale dal punto di vista legale, fiscale e amministrativo.

1.3.2 Holding Pubbliche

La holding pubblica è una holding controllata da enti pubblici. Tali società sono regolate dal diritto comune, sia per i rapporti esterni, sia per i rapporti interni relativi all'organizzazione societaria¹¹. Secondo l'art. 2449 del c.c., può essere nominato dall'ente pubblico uno o più componenti degli organi amministrativi e di controllo quindi anche la maggioranza o la totalità.

¹¹ A. MIGNOLI, "Società e giurisprudenza", in Rivista delle Società, 1964, pag. 532.

1.3.3 Sub-holding

Le sub-holding sono società che si trovano in posizione intermedia tra la holding e le società operative. Infatti, nei gruppi diversificati, le sub-holding sono dette “*holding di secondo livello*” dato che sono vere e proprie capogruppo alla guida di sottogruppi composti da aziende operanti nel settore della rispettiva sub-holding controllante¹².

I gruppi sono organizzati per funzioni e, al livello inferiore alla holding capogruppo, ci sono delle sub-holding, ciascuna di esse può essere a capo delle società operative che svolgono la stessa funzione. Inoltre, può accadere che alle sub-holding venga data la responsabilità di essere dei centri di profitto autonomi rispetto alla capogruppo.

Così come per le holding, anche le sub-holding, possono svolgere solo il coordinamento e l'indirizzo delle scelte gestionali delle controllate, oppure possono prestare servizi comuni al sottogruppo controllato, svolgere direttamente attività produttive, industriali o commerciali.

¹² P. DI TORO, op. cit., pag. 151.

1.4 TIPOLOGIE DI HOLDING RUGUARDO LA NATURA GIURIDICA

In forza di quanto detto finora, si può affermare che le holding possono essere tutti quei soggetti giuridici che hanno la possibilità di assumere partecipazioni di controllo e quindi società di capitali e di persone, persone fisiche, associazioni e fondazioni.

La holding in forma di società di persone la ritroviamo soprattutto in ambito familiare, in quanto tutti i soci sono di norma amministratori¹³. Questo tipo di holding spesso si evolvono in holding società di capitali, sia a causa della crescita delle loro dimensioni, sia della crescita del numero dei soci dato dai diversi passaggi generazionali. Si prediligono le S.r.l e le S.p.a. quali holding rispetto alle società personali. Tra le società di capitali, le S.a.p.a. mantengono una buona percentuale. Se l'attività svolta non ha scopo di lucro, ma risulta complessa in quanto ha molte unità economiche e gestisce ingenti somme di denaro, diviene quasi necessario che l'associazione o la fondazione prenda la forma di una holding.

1.4.1 Holding società

Come già detto la holding può assumere la veste di società di capitali o di società di persone.

¹³ V. FELLINE, F. VEDANA, op. cit, pag. 11.

a) Particolarità delle S.p.a.

Il tradizionale modello della S.p.a. con il tempo ha virato sempre di più verso una <<public company con proprietà diffusa>>.

Il modello dualistico è adatto per le aziende di famiglia in cui il fondatore è il consigliere di sorveglianza per dare continuità all'azienda, nonché per controllare e supportare i propri figli che solitamente sono scelti per far parte del consiglio di gestione.

Il modello monistico, in cui il motore è il consiglio di amministrazione, risulta più adatto per le società operative. Per amalgamare gli interessi dei singoli soci della holding S.p.a. sono presenti diverse azioni con relativi diritti patrimoniali e amministrativi (ad esempio azioni privilegiate, azioni senza diritto di voto, azioni correlate, azioni a voto limitato). Inoltre, risulta quasi necessario gestire con i patti parasociali i rapporti tra i soci della holding per difendere le posizioni di controllo internamente.

b) Particolarità delle S.r.l

La rilevanza centrale del socio e dei rapporti tra i soci rendono la S.r.l ottimale per essere una holding. L'autonomia statutaria permette ai soci di evitare di stipulare

patti parasociali che regolamentano i loro equilibri¹⁴, stabilendo così regole più mirate riguardo alla nomina degli amministratori, alla circolazione delle quote, alle decisioni dell'assemblea o di alcuni soci, al recesso, alle cause di esclusione, i diritti patrimoniali e amministrativi delle singole quote di partecipazione. I soci della holding S.r.l possono utilizzare l'elevata autonomia statutaria per redigere uno statuto *ad hoc*, che risponda ad ogni singola esigenza della compagine sociale così da creare o mantenere lo *status quo* ideale.

c) Particolarità delle S.a.p.a

La S.a.p.a è differente dalla S.p.a. per l'esistenza di due categorie di soci: gli accomandatari, che sono amministratori e rispondono illimitatamente e solidalmente alle obbligazioni sociali e gli accomandanti, i quali non possono essere amministratori e che sono responsabili delle obbligazioni sociali esclusivamente nei limiti della quota di capitale sociale sottoscritta.

I soci accomandatari/amministratori non sono soggetti ai limiti di durata triennali della carica, tipici delle S.p.a.; possono essere revocati solo con le maggioranze dell'assemblea; devono dare il consenso per ogni modifica dell'atto costitutivo e

¹⁴ A. BAUDINO, R. FRASCINELLI, "Il nuovo modello di S.r.l. – Nuove opportunità di impiego per gli operatori economici", in E-dispensa Map, supporto didattico alla diretta MAP dell'8 aprile 2004.

devono dare il loro consenso per la nomina di qualsiasi altro nuovo amministratore in sostituzione di quello cessato dalla carica.

Il contrappeso¹⁵ di tutti questi poteri è la responsabilità illimitata e solidale per le obbligazioni sociali.

Perciò si avrà una maggiore stabilità degli amministratori rispetto agli amministratori di una S.p.a, Possono altresì essere presenti patti parasociali tra gli amministratori/accomandatari per negare l'accesso da altri; inoltre, per evitare una revoca di tutti gli amministratori, questi si possono tutelare innalzando nello statuto i *quorum* dell'assemblea straordinaria, così che la loro quota di capitale sociale risulti determinante nella votazione stessa.

Perciò l'accomandatario/amministratore ha un ruolo assai rilevante e risulta essere una figura adatta a regolare i rapporti di gruppi familiari. Inoltre, lo statuto della società può prevedere precisi limiti di età, oltre i quali l'accomandatario cessa la sua carica o può prevedere determinati requisiti.

Spesso si fa riferimento alle S.a.p.a come a “cassaforti di famiglia” in quanto questo tipo di società permette di conservare la posizione di guida nella capogruppo, in cui gli amministratori/accomandatari sono difficilmente sostituibili. Però, in contropartita si chiarisce anche perché una S.a.p.a non risulta interessante per gli azionisti, in quanto in tutti i mercati azionari le plusvalenze più consistenti sono

¹⁵ R. RORDORF, Commentario al Codice Civile, art. 2452, pag. 2810.

conseguibili in caso di scalata ostile che miri a sostituire gli amministratori in maniera non concordata con gli attuali e ciò non è possibile per una S.a.p.a. Chiariti gli ultimi aspetti, non è difficile capire le ragioni che non permettono a questa forma societaria di avere molto successo.

d) Peculiarità delle società di persone

L'interesse verso le società di persone quale holding è diminuito nel momento in cui le riforme hanno previsto la riproduzione delle norme previste per l'organizzazione interna delle società di persone, con il vantaggio però della responsabilità limitata dei soci. Un'eventuale presenza di una società semplice ai vertici di un gruppo aziendale non può definirsi quale “capogruppo società semplice”, in quanto quest'ultima non può svolgere alcuna attività commerciale, ma è solo uno strumento giuridico volto a costituire i patti tra i suoi soci, presentandosi come socia della capogruppo.

1.4.2 Associazioni holding

Le associazioni hanno un fine ideale di natura non economica, che si contrappone a quello di lucro delle società e quello mutualistico delle cooperative¹⁶.

¹⁶ F. GALGANO, op. cit., pag. 184.

L'associazione può svolgere un'attività di natura economica solo se il fine è il raggiungimento dell'oggetto indicato nello statuto, perciò tale attività economica può essere direttamente connessa allo scopo associativo (ad esempio: associazione culturale e impresa editoriale) o può essere esercitata al solo fine di reperire i finanziamenti da destinare agli scopi statutari.

In ogni caso però, l'attività economica non può essere mai finalizzata ad eventuali utili da dividere tra gli associati, in quanto lo scopo dell'associazione non è la divisione degli utili.

L'associazione holding si ha quando un'associazione esercita un'attività economica non direttamente, ma tramite la partecipazione in più società. Queste solitamente hanno un oggetto connesso con lo scopo associativo e quindi sono uno strumento utile per l'associazione holding al fine di raggiungere lo scopo associativo stesso.

1.4.3 Fondazioni holding

Le fondazioni possono essere costituite solo per scopi in cui si riconosce un'utilità pubblica, senza fini di lucro. Però, da tempo è permesso che le fondazioni svolgano anche un'attività profit per finanziarsi ma senza distribuire gli utili che devono essere finalizzati al solo perseguimento dello scopo della fondazione¹⁷ e in assenza

¹⁷ R. MORO VISCONTI, op. cit., pag. 50.

di limiti statutari; quindi le fondazioni sono libere di esercitare ogni attività idonea al conseguimento il proprio scopo, anche tramite l'attività economica.

La fondazione holding è una fondazione con partecipazioni societarie, che presenta due limiti: il primo che gli utili percepiti dalla fondazione holding non possono essere distribuiti ma devono essere destinati allo scopo sottoscritto nell'atto costitutivo, il secondo è l'esigenza di tenere separata l'amministrazione del proprio patrimonio, che si realizza con le partecipazioni società partecipate, dalla destinazione delle rendite alla realizzazione dello scopo, esigenza più sentita se i mezzi finanziari per raggiungere lo scopo sono generati dal esercizio di un'impresa.

1.4.4 Capogruppo persona fisica ("holder")

La holding di tipo personale si ha quando una persona fisica, che è il vertice di una società, essendo titolare di quote di partecipazioni azionarie indirizza, controlla e coordina le società, non limitandosi al solo esercizio dei poteri di socio¹⁸.

L'"holder" grazie al supporto di apparati organizzativi appositamente creati svolge attività come l'esercizio sistematico e continuativo di direzione di gruppo nel suo complesso per raggiungere obiettivi economici che trascendono da quelli delle singole società controllate; è la centrale direttiva del gruppo, esercitando indirettamente le stesse attività esercitate direttamente alle imprese, che rimangono

¹⁸ Cass. 9/8/2002, n.12113.

così assoggettate alla guida della holding persona fisica; l'attività continua di finanziamento e di coordinamento delle società controllate.

I soci o il socio che assumono il ruolo di holding, in caso di insolvenza, possono essere dichiarati falliti e per la giurisprudenza la ricorrente effettuazione di finanziamento, la ripetuta prestazione di garanzie, la lucrabilità del socio/holding sono sufficienti a rilevare il carattere di imprenditorialità della persona fisica.

Tuttavia, per qualificare un'impresa come una "holding personale", non sono sufficienti: la spendita del nome, dato che la holding non intrattiene necessariamente rapporti diretti con i terzi, potendosi limitare all'elaborazione di direttive e di istruzioni da impartire internamente alle società controllate; l'organizzazione di strutture proprie, in quanto la holding pura si avvale, generalmente, dei mezzi delle imprese della stessa dirette e coordinate; l'autonomia economica perché la stessa può coincidere con lo scopo di lucro delle singole società. Di certo, la holding persona fisica, è una fattispecie più rara e più difficile da identificare rispetto alla holding società.

1.4.5 Holding di fatto

Spesso una società diviene holding come conseguenza dell'ampliarsi delle proprie attività finanziaria, grazie all'acquisizione di partecipazioni in altre società. A poco a poco all'attività di produzione di beni e servizi viene ad affiancarsi l'attività di coordinamento e di indirizzo della gestione delle partecipate che risulta essere

l'attività propria delle "holding". In questo modo, una società regolarmente iscritta nel Registro delle Imprese assume "di fatto" la veste di holding.

Nell'ordinamento legislativo italiano, la holding di fatto ha rilevanza nella normativa antiriciclaggio e in quella fiscale, dato che in questi due ambiti per la holding si susseguono importanti adempimenti. In questi due comparti normativi il legislatore ha indicato alcuni limiti oggettivi, superati i quali si è in presenza di una holding, indipendentemente dall'oggetto sociale.

Con riguardo alla normativa antiriciclaggio, in una società la prevalenza dello svolgimento di attività di assunzione di partecipazioni rispetto all'esercizio di attività produttive commerciali o di natura finanziaria, ex articolo 106 del D.Lgs. 385/1993 fa assumere alla società la qualifica di "holding di fatto". La prevalenza viene valutata in base a precisi e definiti criteri oggettivi.

A livello fiscale, si è in presenza di una holding di fatto quando il valore corrente delle partecipazioni è superiore alla metà dell'attivo patrimoniale espresso a valori correnti. Si hanno perciò due distinte definizioni di holding di fatto, una finanziaria e una fiscale che si rifanno a due differenti ambiti normativi.

1.5 LA NORMATIVA DI RIFERIMENTO

Le holding sono un modello societario organizzativo complesso da gestire. Si contraddistinguono per le grandi potenzialità di crescita, con riduzione del rischio

dell'investimento per gli azionisti, ma presentano anche alcuni limiti dati dall'eccessiva diversificazione.

Esistono varie tipologie di holding: le holding strumento di controllo di più società; le holding strumento coordinato di business tra loro sinergici; le holding strumento di opportunità sul piano finanziario e fiscale.

Una holding, come ogni impresa, presenta il fine di creare valore; deve essere idonea a consentire l'incremento di valore delle imprese da essa controllate o partecipate in misura maggiore rispetto ai costi di gestione. Generalmente, le holding possono creare valore attraverso varie strutture riconducibili a:

- gestione centralizzata di alcune attività comuni alle società controllate, con risultati migliori di quanto ciascuna di esse potrebbe ottenere singolarmente;
- possesso di risorse materiali ed immateriali, che aumentino la competitività delle controllate;
- valutazione e gestione ottimale delle società controllate e dei loro business, anche attraverso operazioni di acquisizione, riorganizzazione e cessione.

È questo, sostanzialmente, il ruolo delle holding pure, che a differenza delle operative, rappresentano un *gruppo multi business* e sono strumentali ad un'ottimale e diversificata gestione di partecipazioni.

Si esaminano ora le possibili forme che possono assumere le holding e quali sono le norme di riferimento che le regolano.

Tra il 2009 e il 2010, si è assistito ad un “fermento” normativo, che ha condotto a rivoluzionari cambiamenti, volti allo snellimento delle procedure.

Abitualmente, la holding è una società che detiene e gestisce partecipazioni in più imprese con lo scopo di orientare la loro attività alla strategia unitaria del gruppo.

La normativa regolamentare del TUB (Testo Unico Bancario – D.Lgs. 385/1993) definisce l'attività di assunzione di partecipazioni come “l'attività di acquisizione e gestione di diritti, rappresentati o meno da titoli, sul capitale di altre imprese” (art. 6, comma 1, D.M. 17 febbraio 2009, n.29).

Inoltre, lo stesso TUB chiarisce che “si ha in ogni caso attività di assunzione di partecipazioni quando il partecipante sia titolare di almeno un decimo dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria” (art. 6, comma 2 D.M. 17 febbraio 2009, n. 29)

1.5.1 Analisi dell'art. 113 del TUB in riferimento alle holding di famiglia date le recenti modifiche normative

Il quadro normativo ha, di recente, subito una radicale trasformazione; per facilitare l'orientamento si richiamano le seguenti disposizioni¹⁹:

- 1) TUB: D.Lgs. 1° settembre 1993, n. 385, testo precedente l'entrata in vigore del D.Lgs. di cui al successivo numero 4);
- 2) Direttiva Europea 2008/48 pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea del 22/05/2008;
- 3) Decreto Ministeriale del 17/02/2009 n.29, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale del 03/04/2009;
- 4) D.Lgs. del 13/08/2010 n.141, pubblicato in Gazzetta Ufficiale del 04/08/2010 – Suppl.Ordinario n.212, che recepisce la direttiva sopra richiamata.

Si analizza, in ordine cronologico, la normativa riguardo la “holding di famiglia”; in particolare, viene approfondito il tema dell'attività di assunzione di

¹⁹ Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma, a cura della Commissione di Diritto Societario.

partecipazioni, richiamata dall'art.106 del TUB e dell'art.6 del Decreto Ministeriale del 17/02/2009 n.29, ante D.Lgs. del 13/08/2010 n.141.

L'analisi del contenuto dell'art. 113 del TUB, risulta più comprensibile se combinata con la lettura delle disposizioni del Decreto Ministeriale del 17/02/2009. Si approfondiscono tali norme in riferimento all'attività di assunzione di partecipazioni, quale elemento caratterizzante le "holding di famiglia".

In questa prima parte, il riferimento agli articoli 106, 107 e 113 del TUB è relativo al testo in vigore prima della emanazione del D.Lgs. del 13/08/2010 n.141.

- L'art.106 del TUB al primo comma, dispone che "l'esercizio nei confronti del pubblico delle attività di assunzione di partecipazioni, di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma, di prestazione di servizi di pagamento e di intermediazione in cambi è riservato a intermediari finanziari iscritti in un apposito elenco tenuto dall'UIC"; inoltre il comma 4 dello stesso articolo prevede che "il Ministro dell'Economia e delle Finanze, sentiti la Banca d'Italia e l'UIC: a) specifica il contenuto delle attività indicate nel comma 1, nonché in quali circostanze ricorra l'esercizio nei confronti del pubblico. Il credito al consumo si considera comunque esercitato nei confronti del pubblico anche quando sia limitato all'ambito dei soci;".

- L'art.113 del TUB al primo comma, prevede che “l'esercizio in via prevalente, non nei confronti del pubblico, delle attività indicate nell'articolo 106, comma 1, è riservato ai soggetti iscritti in una apposita sezione dell'elenco generale. Il Ministro dell'Economia e delle Finanze emana disposizioni attuative del presente comma.”

È necessario evidenziare, che in quel momento, vigeva l'obbligo di iscrizione negli elenchi richiamati dagli articoli 106 e 113 del TUB quando si esercitava attività di assunzione di partecipazioni nei confronti del pubblico (obbligo di iscrizione di cui all'art.106) o non nei confronti del pubblico (obbligo di iscrizione di cui all'art.113).

Entrambi gli articoli demandavano al Ministro dell'Economia il compito di determinare i criteri per definire l'attività di assunzione di partecipazioni svolta nei confronti del pubblico o non nei confronti del pubblico, nonché l'individuazione di altri criteri per stabilire e individuare il concetto di prevalenza dello svolgimento di tale attività. Il Ministero dell'Economia, con il Decreto Ministeriale del 17/02/2009 n.29 pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale del 03/04/2009, ha soddisfatto le attese ridefinendo il concetto di “attività di assunzione di partecipazioni”.

Il combinato disposto degli articoli 6 e 9, ultimo comma, del D.M. n.29, fornisce una manifesta definizione di “attività di assunzione di partecipazioni”, precisando, inoltre, quando tale attività sia svolta nei confronti del pubblico.

L'articolo 6 del citato Decreto, infatti, stabilisce che:

a. "Per assunzione di partecipazioni si intende l'attività di acquisizione e gestione di diritti, rappresentati o meno da titoli, sul capitale di altre imprese";

b. "L'assunzione di partecipazione realizza una situazione di legame con le imprese partecipate per lo sviluppo dell'attività del partecipante. Si ha in ogni caso attività di assunzione di partecipazione quando il partecipante sia titolare di almeno un decimo dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria."

Affinché si configuri "l'attività di assunzione di partecipazioni" è fondamentale un'interdipendenza funzionale tra partecipante e partecipata. Da ciò si evince, quindi, che la "holding di famiglia", è in possesso di tale connotazione.

L'ultimo comma dell'art.9 del titolo II (Esercizio di attività nei confronti del pubblico), illustra le caratteristiche dell'attività di assunzione di partecipazioni svolta nei confronti del pubblico: "qualora sia svolta nei confronti di terzi con professionalità e le assunzioni di partecipazioni avvengano nell'ambito di un progetto che conduca alla alienazione delle partecipazioni dopo interventi volti alla riorganizzazione aziendale, allo sviluppo produttivo o al soddisfacimento delle esigenze finanziarie delle imprese partecipate anche tramite reperimento del capitale di rischio."

Da un'analisi del comma in esame, si deduce che una "holding di famiglia" non svolge nei confronti del pubblico l'attività di assunzione di partecipazioni quando l'operazione di acquisizione di una partecipazione ha le seguenti caratteristiche:

a. non rappresenta il core business aziendale e tale aspetto determina l'assenza del requisito di professionalità;

b. l'operazione di acquisizione può essere svolta al fine una riorganizzazione aziendale e realizzare uno sviluppo produttivo della holding, ma si deve individuare l'assenza di una finalità di alienazione. In tale circostanza si potrebbe ravvisare, ad esempio, in una delibera assunta dall'organo amministrativo della holding, che chiarisca obiettivi e finalità di un'operazione di acquisizione.

In estrema sintesi, quindi il soggetto che, ai sensi dell'art.6, svolgeva un'attività di assunzione di partecipazione nei confronti del pubblico, secondo l'art.9, era soggetto alla iscrizione nell'elenco di cui all'art.106 del TUB.

Quali soggetti, allora, avevano l'obbligo di iscrizione nell'elenco di cui all'art.113 del TUB precedentemente al D.Lgs del 13/08/2010 n.141?

Una precisa risposta alla domanda è fornita dall'art.12 del Decreto Ministeriale che di seguito si riporta:

1. “sono obbligati all’iscrizione nell’apposita sezione dell’elenco generale prevista dall’art.113 del Testo Unico i soggetti che esercitano, non nei confronti del pubblico, in via esclusiva una o più delle attività indicate nell’articolo 106, comma 1, del Testo Unico;

2. l’obbligo ricorre anche a carico dei soggetti che esercitano dette attività non nei confronti del pubblico in via prevalente. La verifica di tale condizione va effettuata tramite la comparazione delle attività con quelle di natura diversa, industriale, commerciale o di servizi, esercitate dallo stesso soggetto, secondo quanto indicato nel successivo articolo 13;

3. in deroga ai commi precedenti, l’attività di assunzione di partecipazione rileva ai fini dell’iscrizione solo se svolta congiuntamente ad altra attività finanziaria nei confronti delle partecipate.”

Il vero elemento innovativo del Decreto Ministeriale veniva rappresentato dal comma 3 dell’art.12. Prima di tale provvedimento era genericamente disposto un obbligo di iscrizione all’elenco di cui all’art.113 del TUB per tutti i soggetti che esercitavano, in via esclusiva o prevalente, attività di assunzione di partecipazione non nei confronti del pubblico.

L'intento del Ministero, con la interpretazione introdotta dal comma 3, si è realizzato circoscrivendo tale obbligo alle sole holding che svolgevano, assieme all'attività di assunzione di partecipazioni, anche altra attività finanziarie nei confronti delle partecipate. Detto ciò, si percepisce in modo chiaro che la holding di famiglia statica non era più soggetta alla iscrizione prevista dall'art. 113 del TUB, ma tale obbligo permaneva solo nei confronti delle holding che svolgevano anche altre attività finanziarie nei confronti delle partecipate.

Chiarito l'aspetto innovativo del Decreto Ministeriale, ci si sofferma su un altro importante contenuto del 3° comma dell'art. 9, ovvero sul significato di "rilevanza ai fini dell'iscrizione". Parte della dottrina ritiene che, svolgere oltre all'attività di assunzione di partecipazioni anche l'attività finanziaria nei confronti delle partecipate, sia determinante ai fini dell'obbligo di iscrizione previsto dall'art. 113 del TUB; un'altra parte della dottrina, invece, interpretando l'intento del Legislatore, ritiene che questa circostanza non generi un automatico obbligo di iscrizione, poiché tale obbligo sarebbe presente solo al ricorrere anche delle condizioni previste dal successivo art. 13 del D.M.. L'evoluzione della normativa sembra confermare la seconda tesi.

Analizziamo ora i riflessi del D.Lgs del 13/08/2010 n.141 pubblicato in Gazzetta Ufficiale del 04/08/2010 – Suppl. Ordinario n. 212, che recepisce la Direttiva Europea 2008/48, pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea del 22/05/2008 sul tema "holding di famiglia".

La Direttiva Europea 2008/48 affronta, principalmente, la problematica dei contratti di credito al consumo, al fine di regolamentare le normative nazionali. L'art. 20 prevede che “gli Stati membri provvedono affinché i creditori siano controllati da un organismo o da un'autorità indipendente da istituzioni finanziarie o siano oggetto di una regolamentazione...”. È il contenuto di questo articolo, che impone ai legislatori nazionali di rivedere anche il sistema di regolamentazione e controllo delle istituzioni finanziarie.

Il Legislatore italiano ha recepito la direttiva attraverso il seguente iter:

la VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati, in data 20 luglio 2010, ha espresso parere favorevole allo “Schema di decreto legislativo recante la attuazione della direttiva n.2008/48, relativa ai contratti di credito al consumo”; la Commissione, ha sollevato la seguente osservazione: “con riferimento all'art.106 del TUB, come sostituito dall'articolo 7, comma 1, dello schema del decreto, il quale riserva l'esercizio di concessione di finanziamenti nei confronti del pubblico ai soli intermediari finanziari autorizzati, valuti il Governo l'opportunità di dettagliare maggiormente la disposizione, nel senso di non considerare esercitate nei confronti del pubblico le attività di finanziamento svolte all'interno di un gruppo, l'attività del rilascio di garanzie quando il garante e l'obbligato garantito facciano parte del medesimo gruppo, gli atti di natura occasionale, nonché le forme di finanziamento poste in essere da imprese industriali o di distribuzione che risultino meramente strumentali o accessorie a quelle svolte in via principale”.

Dalla lettura del decreto legislativo si evidenzia che l'unico riferimento è l'osservazione sopra menzionata; ciò è dovuto alla circostanza che la Direttiva Europea imponeva agli Stati membri di legiferare principalmente il credito al consumo e, solo poi, si richiedeva anche un intervento in materia di riordino degli aspetti di vigilanza connessi.

È chiaro che le linee guida della delega conferita al Governo mirano a non considerare esercitate nei confronti del pubblico alcune attività svolte all'interno dei gruppi societari; questo sembra essere stato il *modus operandi* con il quale il Legislatore nazionale ha recepito la Direttiva Europea. Non si è ritenuto opportuno legiferare, regolamentare e vigilare attività svolte all'interno di gruppo societari poiché tali attività, svolte non nei confronti del pubblico, non presentano interessi diffusi pubblici da tutelare, anzi, il governo nazionale ha deregolamentato l'attività di assunzione di partecipazione non svolta nei confronti del pubblico.

Il D.Lgs. ha ben recepito le linee guida della delega, infatti l'art.7 del D.Lgs. 141 del 13/08/2010 ha sostituito interamente il vecchio Titolo V del TUB con il nuovo Titolo V "SOGGETTI OPERANTI NEL SETTORE FINANZIARIO". Con questa novità si cancella e sostituisce il contenuto degli articoli oggetto di analisi della prima parte del lavoro. Il D.Lgs. n.141 affronta solo marginalmente l'attività di assunzione di partecipazione. L'art.10 del decreto, al comma n.4, dispone che "entro il termine indicato al comma 1, gli intermediari finanziari che alla data di entrata in vigore del presente decreto legislativo esercitano nei confronti del

pubblico l'attività di assunzione di partecipazioni chiedono alla Banca d'Italia la cancellazione dagli elenchi di cui al comma 1 (n.d.r.: l'elenco generale di cui all'art.106 e l'elenco speciale di cui all'art. 107 del TUB precedenti il decreto legislativo), attestando di non esercitare attività riservate ai sensi di legge”.

Quindi, l'attività di assunzione di partecipazione svolta nei confronti del pubblico non è più attività riservata per legge.

Lo stesso articolo 10, al comma 7, prevede che “dalla data di entrata in vigore del presente decreto legislativo, sono abrogati gli elenchi previsti dagli articoli 113 e 155, comma 5, del decreto legislativo 01 settembre 1993, n.385 e cancellati i soggetti ivi iscritti.”

In sintesi, il decreto legislativo ha cancellato l'originale contenuto dell'art.113 e l'obbligo di iscrizione nel relativo elenco.

Il suesposto quadro normativo delinea una situazione di totale deregolamentazione, anche in relazione alle holding di famiglia, poiché esse, svolgendo un'attività di assunzione di partecipazioni (per di più non nei confronti del pubblico), non sono soggette ad alcun obbligo di iscrizione, anche se svolgono nei confronti delle partecipate altre attività finanziarie.

L'unico obbligo è presente al comma 10 dell'art.10 del decreto, nei confronti dei soggetti che, esclusi dagli obblighi del nuovo art.106, esercitano in via prevalente e non nei confronti del pubblico, le attività di assunzione e gestione di partecipazione, di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma, di prestiti obbligazionari e di

rilascio di garanzie, come indicate nelle comunicazioni previste dall'articolo 7, 6 e 11 comma, del dpr 605/73. Il comma si conclude fornendo una chiara indicazione del concetto di prevalenza.

Il Legislatore, quindi, sembra aver indicato una chiara linea di demarcazione tra interessi da tutelare e regolamentare, rappresentati da attività finanziarie svolte nei confronti del pubblico, dalla presenza di situazioni giuridiche interne a gruppi societari che sono caratterizzate dall'assenza di un soggetto o di una collettività pubblica da tutelare.

1.5.2 Le previsioni dell'oggetto sociale dello statuto

Le previsioni dell'oggetto sociale di una holding possono essere schematizzate in base alle indicazioni da immettere negli statuti societari, considerando la normativa di riferimento di ogni singola società.

Si è già visto che la disciplina delle società di partecipazione finanziaria è cambiata in seguito al D.Lgs. n. 141 del 13 agosto 2010, pubblicato il 04 settembre 2010:

a) dall' art.106 TUB. Se le attività finanziarie sono esercitate nei confronti del pubblico, nello specifico oggetto sociale non potranno essere previste attività diverse da quelle finanziarie (art. 106, 2 °comma TUB.);

b) se si vuole esercitare l'attività di acquisto dei crediti di impresa, occorre prevedere detto scopo nell'oggetto sociale, ai fini dell'applicazione della L. 52/91;

c) dall'art.107 TUB. I criteri che davano luogo all'obbligo di iscrizione nell'elenco speciale non prevedevano alcuna ripercussione sul contenuto dell'oggetto sociale dello statuto. Con l'entrata in vigore della nuova normativa, il decreto prevede l'istituzione di un unico albo degli intermediari finanziari che esercitano verso il pubblico un'attività di concessione di finanziamento sotto qualsiasi forma e ne affida la tenuta alla Banca d'Italia. Gli intermediari finanziari che, alla data di entrata in vigore delle norme in esame sono iscritti nell'elenco generale di cui all'articolo 106 o nell'elenco speciale di cui all'articolo 107 del Decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, possono continuare a operare per i 12 mesi successivi al completamento degli adempimenti richiesti per l'attuazione della riforma (cfr. art. 10 del D.lgs. 141/2010). Ai fini del contenuto dell'oggetto sociale, si avrà l'unica previsione dell'esclusività dell'oggetto sociale;

d) dall' art.113 TUB ai sensi dell'art. 10, comma 7 del D.Lgs. 141/2010, è abrogato l'elenco previsto dall'art. 113 del TUB e sono cancellati i soggetti ivi iscritti. Nell'oggetto sociale delle società in cui le attività finanziarie sono previste insieme ad attività di natura diversa, si deve precisare che le prime non sono mai dirette al

pubblico, ma sono dirette solo alle società controllanti, controllate o collegate e controllate dalla controllante.

Nessun riferimento, ai fini dell'applicazione della normativa in esame, deve essere dato al criterio della prevalenza, in quanto tale condizione è suscettibile di verifica solo successiva, in base ai bilanci di due esercizi consecutivi.

La previsione dell'esercizio di attività non nei confronti del pubblico può anche essere esclusiva; in questo caso ci troviamo di fronte alle holding di sola partecipazione, ora non più soggette a nessuna iscrizione.

1.5.3 Il carattere fiscale delle holding

Il Ministero dell'Economia, già a febbraio 2009, con il DM n. 29 del 17 febbraio, aveva effettuato un primo intervento di razionalizzazione del Titolo V del TUB. Tale intervento è stato poi rafforzato dal D.Lgs. n. 141 del 13 agosto 2010, pubblicato il 04 settembre 2010. Molte norme di natura fiscale facevano riferimento e rinviavano a norme oramai abrogate.

Gli aspetti rilevanti della fiscalità delle holding:

a) IRES, riguardo la deducibilità degli interessi passivi (Art. 96 TUIR);

b) IRAP, relativamente alla determinazione del valore della produzione netta (Art. 6 c.9 D.Lgs n.446/1997);

c) anagrafe dei rapporti finanziari per quanto attiene i relativi obblighi.

In merito al primo punto, con l'abrogazione dell'elenco ex art.113 TUB è indifferente la scelta, in tema di deducibilità degli interessi passivi, fra il metodo del Rol (Art. 96 commi da 1 a 4) e il metodo forfetario (Art. 96 comma 5 bis). La modalità adottata è riferita al tipo di investimento e se tale prevalenza è riferibile a partecipazioni di natura creditizia-finanziaria o a partecipazioni di altro tipo.

Tale problema già risolto dall'Agenzia delle Entrate con la circolare n. 37/E del 2009, che riteneva che l'iscrizione nell'elenco di cui all'articolo 113 del TUB non fosse condizione necessaria per applicare il regime ordinario, a meno che il valore contabile delle partecipazioni in società esercenti attività creditizia o finanziaria e degli altri elementi patrimoniali connessi fosse superiore alla metà del totale dell'attivo patrimoniale. Qualora tale limite fosse superato, si sarebbe applicato il regime forfetario di deducibilità degli interessi passivi disciplinato dal comma 5 bis dell'articolo 96 del TUIR.

Perciò con l'abrogazione dell'elenco, nulla è cambiato in quanto l'elemento cardine nella scelta tra Rol e metodo forfetario è legato al tipo di attività che le partecipate svolgono.

In materia IRAP, invece, viene meno un requisito richiesto. Infatti l'art. 6, comma 9, della relativa normativa prevedeva la tassazione degli interessi attivi al netto del 96% di quelli passivi per le holding che detengono partecipazioni "industriali", nelle quali si verificavano i requisiti per l'iscrizione all'elenco ex art. 113 TUB.

Ora, essendo stato abrogato quell'elenco, il requisito di iscrizione cessa.

Si può ritenere che le regole nel determinare il valore della produzione sono, indipendentemente dalla tipologia di partecipazioni detenute, relative alle comuni società commerciali.

Trattandosi, però, di un vuoto normativo dato dall'abrogazione di un obbligo, pare ovvia l'ipotesi che il requisito di iscrizione, richiesto dall'art.6 comma 9 del DLgs. n. 446, sia disatteso. In conclusione, si afferma che la modifica normativa in questione non ha creato, e non dovrebbe, originare cambiamenti riguardo le modalità di applicazione delle imposte dirette. Relativamente all'imposta sul valore aggiunto, l'abrogazione dell'elenco ex art. 113 TUB non comporta nessuna modifica al regime IVA applicabile alle holding e la disciplina IVA non ha nessun legame con l'iscrizione agli elenchi previsti dal TUB.

Altre questioni fiscali in capo alle holding sono:

a. la *participation exemption* (o Pex), ovvero la tassazione agevolata delle plusvalenze date dalla cessione di partecipazioni che rispondono a specifici requisiti;

b. i prezzi di trasferimento praticati tra imprese residenti nei confronti di controllate non residenti (*transfer pricing*);

c. i redditi delle partecipate localizzate in paesi a bassa fiscalità (CFC)

Per quanto riguarda la Pex, la L. n. 244/2007, con decorrenza dal 1° gennaio 2008, ha fissato al 5% la tassabilità delle plusvalenze che rientrano nel regime, ad eccezione delle quote di plusvalenze che costituiscono recupero di minusvalenze dedotte fino all'anno 2003, la cui imponibilità rimane ferma al 16%, per evidenti ragioni di coerenza con la normativa previgente. Detta disciplina ha, inoltre, ridotto il periodo minimo di possesso delle partecipazioni da 18 a 12 mesi. L'esenzione spetta purché:

- vi sia possesso ininterrotto delle partecipazioni dal primo giorno del dodicesimo mese precedente a quello della cessione;

- nel primo bilancio chiuso durante il periodo di possesso, le partecipazioni siano classificate tra le immobilizzazioni finanziarie;

- la residenza fiscale della società partecipata sia in uno Stato o territorio della *white list* (oppure facendo ricorso all'interpello);

- sia soddisfatto il requisito della commerciabilità da parte dell'impresa partecipata; è perciò richiesto che la società partecipata svolga l'esercizio di un'attività commerciale secondo il dettato di cui all'art. 55 TUIR.

Dall'art. 101, comma 1-bis, come modificato dalla L. n. 244/2007, si deduce che a fronte di plusvalenze imponibili al 95%, le corrispondenti minusvalenze sono invece interamente indeducibili. Ove il cosiddetto *holding period* (ossia il periodo di detenzione) fosse minore dei dodici mesi previsti dalla normativa, varrebbero, invece, le regole di piena imponibilità di plusvalenze e piena deducibilità delle minusvalenze.

Se la partecipazione è stata acquisita in differenti date, si dovrà fare riferimento al criterio *Lifo* (last in first out) per individuare quale quota di partecipazione sia stata ceduta per prima. Riguardo ai requisiti di residenza fiscale e svolgimento di attività commerciale, essi devono sussistere ininterrottamente, al momento del realizzo, almeno dall'inizio del terzo periodo d'imposta anteriore al realizzo stesso. Con riferimento ai Paesi della *white list*, si deve fare riferimento ai paesi diversi da quelli inclusi nelle *black list*, così come individuate nei DM 4/9/1996, DM 4/5/1999, DM del 21/11/2001, DM 23/1/2002.

Con riferimento alla residenza fiscale della società partecipata, si deve aggiungere che è fatta salva la possibilità di ricorrere all'interpello (art. 167, co. 5 lett. b), TUIR) e dare dimostrazione che la cessione della partecipazione non sia finalizzata alla localizzazione di redditi in territori o Stati diversi da quelli della *white list*.

Il requisito della commercialità, invece, non rileva nella fattispecie in cui le partecipazioni si riferiscano a società le cui azioni sono negoziate nei mercati regolamentati, oppure le plusvalenze siano realizzate con offerte pubbliche di vendita. Lo stesso requisito è più rigido se l'attivo della società partecipata sia costituito prevalentemente da beni immobili, diversi da quelli alla cui produzione o al cui scambio è diretta l'attività d'impresa, da impianti e da fabbricati utilizzati direttamente nell'esercizio d'impresa.

Si può concludere che, le modifiche normative date dal D.Lgs. 141/2010 vanno accolte con favore dato che pongono fine ad una serie di sterili adempimenti burocratici accusati di procurare pesanti sanzioni, a carico di soggetti societari, quali le holding, necessari alla gestione di gruppi imprenditoriali, incrementando la loro competitività con un vantaggio del Sistema-Paese nella sempre più marcata globalizzazione dei mercati.

1.6 VANTAGGI E SVANTAGGI DELLE HOLDING DI PARTECIPAZIONE

Il termine *holding* è ormai di uso molto comune soprattutto in ambito economico e finanziario. Spesso sentiamo nominare queste società e ne abbiamo diversi esempi nel nostro Paese, come ad esempio la Exor per la famiglia Agnelli, il Gruppo Mediobanca, Fininvest per Berlusconi, ecc.

Gran parte degli imprenditori italiani non conosce i vantaggi che può offrire l'apertura di una società di questo tipo, convinti che strumenti del genere siano vantaggiosi solo per grandi capitalisti.

Dette società, se utilizzate nel giusto modo, risultano essere uno strumento in grado di pianificare da un punto di vista fiscale la propria attività, creare coordinamento tra più aziende e gestirle al meglio da un punto di vista commerciale, industriale e finanziario.

1.6.1 Vantaggi di una holding

Una holding può:

- proteggere il patrimonio familiare;
- gestire il passaggio generazionale all'interno della famiglia;
- gestire i legami ed i flussi finanziari tra la proprietà e l'impresa;
- pagare meno tasse.

Sulla base di tali motivazioni, si individuano una serie di benefici offerti dalla costituzione di una holding e precisamente vantaggi di natura: fiscale, finanziaria e gestoria.

Ma il più grande vantaggio di una holding è quello di non assumersi mai direttamente rischi imprenditoriali. Le parti operative dei suoi business sono a sé stanti, gestiti dalle società controllate, nelle quali la holding ha solo quote di capitale.

Nella holding, quindi, sono presenti solamente gli utili dei vari business portati avanti dalle controllate (una sorta di salvadanaio per l'imprenditore che la utilizza).

1.6.2 Vantaggi fiscali

I maggiori vantaggi che si ottengono con la costituzione di una holding sono di natura fiscale:

- a) sfruttamento del regime della Participation Exemption (PEX);
- b) possibilità di godere del consolidato fiscale o dell'Iva di gruppo;
- c) opportunità di sfruttare i finanziamenti infragruppo;
- d) sfruttamento della tassazione agevolata sui dividendi.

a) *Participation Exemption*

L'articolo 87 del DPR n.917/86 disciplina un particolare regime fiscale, PEX. Rispettando tutti i requisiti richiesti, si può ottenere una notevole detassazione sull'eventuale plusvalenza generata dalla cessione di quote o azioni, ma anche sulle quote di utile incassate dalla holding relative alle sue società controllate.

Grazie alla PEX, è possibile pagare l'IRES che la holding, come tutte le società di capitali paga, soltanto sul 5% dell'utile proveniente dalle sue controllate.

L'esenzione del 95% si può avere purché la società controllata non sia residente in un Paese a fiscalità privilegiata. Sono i famosi paradisi fiscali, ovvero un elenco di nazioni che finiscono in una black-list perché prevedono regimi di tassazione tanto agevolati da sembrare ridicoli, a volte quasi inesistenti per i redditi prodotti all'estero.

b) *Consolidato fiscale*

Particolare regime fiscale che consente di unire la tassazione delle società controllate con quella della società madre. Così si può versare un unico importo permettendo un'ottimizzazione della gestione finanziaria della holding. Inoltre, c'è la possibilità anche di avvalersi della disciplina dell'Iva di gruppo.

c) *Finanziamenti infragruppo*

Sfruttando i finanziamenti infragruppo, tra le varie società controllate dalla holding, ci si può avvalere dell'esenzione dall'applicazione della ritenuta sugli interessi attivi, se si tratta di società a partecipazione diretta.

d) *Tassazione dividendi*

La società madre può accentrare tutti i dividendi provenienti dalle società figlie. Per la tassazione è essenziale rispettare i requisiti previsti dalla direttiva Madre-Figlia e da eventuali Convenzioni internazionali.

Per merito della PEX, l'imposta prevista sugli utili può arrivare anche ad un'aliquota ridotta al 5%, fino alla completa detassazione in particolari situazioni di holding estere costituite in paesi UE.

Accentrare i dividendi è un vantaggio enorme dato che consente alla holding di divenire la vera e propria cassaforte del gruppo e con la liquidità incassata decidere se reinvestirla nelle società figlie o distribuirla, in qualche modo, ai soci.

1.6.3 Vantaggi finanziari

Una holding permette di razionalizzare la struttura finanziaria del gruppo, in modo tale da garantire una maggiore solidità. Tali aspetti comportano indubbi vantaggi qualora sia necessario interfacciarsi con il sistema bancario. Altro elemento, è l'efficace gestione degli utili derivanti dalle attività da tutte le società controllate.

1.6.4 Vantaggi gestori

Da un punto di vista gestorio, una holding permette di raggruppare e consolidare la proprietà del gruppo. Un vantaggio riscontrato in imprese partecipate da più famiglie, dove eventuali dissidi vengono risolti con maggior facilità. Anche la cessione delle quote può essere gestita senza danneggiare il business, così come l'eventuale passaggio generazionale.

1.6.5 Svantaggi di una holding

Creare una holding comporta anche una serie di svantaggi che riguardano, in particolare, l'aumento dei costi societari ed amministrativi, un bilancio consolidato e una maggior burocrazia all'interno del gruppo. Sfruttare una holding significa aprire una società con una pluralità di aziende e ognuna di esse ha i suoi costi di gestione e la sua burocrazia da gestire.

L'utilizzo di una società di capitali fa venir meno la possibilità di adottare la contabilità semplificata ed è obbligatorio depositare il bilancio annuale. Oltre all'aumento degli oneri, diminuisce anche la riservatezza nei confronti dei terzi che possono richiedere alle Camere di Commercio tutti i documenti dai quali si evince la situazione patrimoniale e finanziaria della società.

Sotto il profilo fiscale, considerare la necessità di applicare la disciplina sulle società di comodo e operazioni esenti ai fini Iva che riduce la detraibilità dell'Iva sugli acquisti.

Tutti questi sono svantaggi di cui bisogna tenere conto, ma che devono comunque essere paragonati e messi a confronto con i tantissimi vantaggi che una holding può comportare.

1.6.6 Holding societaria e disciplina fiscale

Una holding, come ogni società di capitali, è soggetta al versamento dell'IRES con aliquota al 24%. Rispettando i requisiti previsti dalla normativa, si può scegliere anche il regime di trasparenza fiscale: determinando la tassazione in capo ai soci come avviene per le società di persone.

Come già sottolineato, l'articolo 87 del DPR n.917/86 permette una detassazione del 95% dei dividendi provenienti sia da società residenti che estere, purché non facciano parte dei "paradisi fiscali" sfruttando la PEX. Questo comporta un grande vantaggio se si considera il confronto tra i dividendi distribuiti ad un socio persona fisica e quelli distribuiti alla holding.

Per il socio persona fisica la società che distribuisce gli utili, a partire dagli utili distribuiti relativi all'anno 2018, dovrà pagare una ritenuta di imposta al 26,00%. In passato, era il socio a dover corrispondere l'IRPEF su una percentuale dei dividendi percepiti (49,72% fino al 2016 e 58,14% per gli utili relativi all'esercizio 2017); sugli utili percepiti alla holding, sarà la holding stessa a dover pagare le imposte ma nella misura del 5% di quanto incassato.

1.6.7 Come scegliere il Paese in cui costituire una holding

Quest'aspetto è assai importante ed è necessario valutarlo con estrema attenzione. Il particolare meccanismo della società madre e delle società figlie, tipico di una holding, ha portato molti Paesi occidentali ad adottare norme anti-elusione. Lo

scopo è quello contrastare il fenomeno delle *Controlled Foreign Company*²⁰ ubicate in paradisi fiscali.

Se una società controllata dalla *Parent Company* risiede in un paradiso fiscale, viene applicata la norma contro l'elusione denominata *CFC rule*. La legge, stabilisce che, tutti gli utili generati da una società figlia che risiede in un paradiso fiscale debbano essere tassati in capo alla società madre, applicando un'aliquota ordinaria sul 100% dell'imponibile. Alcuni paesi, hanno deciso di non aderire a questa normativa: Austria, Bulgaria e Irlanda. In altri paesi, come il Regno Unito, si può invece usufruire di importanti esenzioni fiscali per imprese di piccole dimensioni.

Altro fattore che incide sulla scelta del Paese in cui costituire una holding, riguarda la presenza di trattati fiscali e le Convenzioni contro la doppia imposizione. Ci sono casi in cui un paese decide di trattenere una parte degli utili espatriati a titolo di ritenuta fiscale. Tuttavia, vi è la possibilità che tali nazioni abbiano sottoscritto delle Convenzioni per evitare la doppia imposizione, in modo da ridurre notevolmente (o eliminare) il prelievo dello Stato della fonte.

1.6.8 Perché la riorganizzazione in holding

Per costituire una holding occorrono alcuni requisiti legali che dipendono dal Paese scelto. Alcuni requisiti si possono considerare di base, richiesti nella maggior parte delle giurisdizioni ed in particolare: la società capogruppo deve detenere più del 50% dei diritti di voto nelle controllate; la società madre è un membro della controllata con il diritto di nominare o rimuovere la maggioranza dei membri della società figlia; la società capogruppo deve controllare la maggioranza dei diritti di

²⁰ R. MORO VISCONTI, *Le Holding, Bilancio, Struttura finanziaria, fiscalità e valutazioni*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2004, pag. 89.

voto durante l'assemblea della controllata. Tale diritto è stabilito attraverso accordi scritti con gli altri azionisti.

Non esistono obblighi per la scelta della denominazione e l'appellativo holding non è affatto richiesto obbligatoriamente, ma sarebbe opportuno utilizzarlo per segnalare ad eventuali *stakeholders* (azionisti di maggioranza e di minoranza, creditori sociali, dipendenti, dirigenti) il loro rapporto con una società controllante. Come ogni società di capitale è necessaria la redazione di uno statuto e la scelta di un codice d'attività.

Una holding si costituisce identicamente ad una qualsiasi società di capitali con la redazione di un atto costitutivo pubblico.

Ora cerchiamo di capire quali sono i veri obiettivi che si vogliono raggiungere nel momento in cui si ristruttura una società creando una holding.

Un primo motivo riguarda esigenze di tipo produttivo e commerciale. Spesso capita che una sola famiglia detenga molte società operanti in settori diversi, ma nello stesso tempo interconnessi tra loro. Per cercare una razionalizzazione della gestione e definire un'unica strategia, potrebbe essere una valida soluzione creare una holding in modo da determinare una politica societaria comune a tutto il gruppo.

Se le imprese sono suddivise in settori produttivi particolarmente diversificati, è possibile sfruttare il sistema delle sub-holding mettendo alla guida soggetti con specifica esperienza nel controllo di un certo comparto. La società madre si occuperà della strategia che accomuna tutte le società lasciando ai manager delle società figlie la gestione operativa.

Un altro obiettivo riguarda le necessità di carattere finanziario. Per gestire diverse società, il fabbisogno finanziario può essere molto articolato. Costituire una holding che funga da tesoriere con un contratto di *cash polling*, può rappresentare un'idea vincente. Così facendo, quando una società figlia genera un eccesso di liquidi, li può convogliare nelle casse della capogruppo, mettendo a disposizione le risorse ad

altre società controllate, magari in difficoltà finanziarie. Una soluzione che riduce i costi bancari ed evita di dover accedere al credito bancario.

Una holding può essere una soluzione per far crescere e diversificare il business. Per stare al passo con i tempi, all'evolversi dei mercati e alla ricerca di nuovi settori di investimento, attraverso una holding si possono ampliare le proprie attività in comparti affini o complementari. Può valutare l'opportunità di acquisire partecipazioni, ad esempio, in giovani start-up dal futuro promettente e finanziarle nella fase di sviluppo. Successivamente, una volta raggiunto il successo, si potrà decidere di vendere le proprie quote a realtà più importanti. Un ottimo business per realizzare notevoli plusvalenze con l'ulteriore vantaggio di una tassazione ridotta sfruttando la PEX.

Tra gli altri obiettivi che si possono raggiungere attraverso la costituzione della holding evidenziamo anche: la tutela del patrimonio aziendale per preservarlo nel corso degli anni; favorire il passaggio generazionale in quanto non sempre i figli sono in grado di gestire con successo il patrimonio creato dal padre. Una holding permette di suddividere le varie attività assegnando quote di partecipazioni agli eredi a seconda delle loro reali capacità, con i genitori che mantengono la gestione strategica del gruppo; ridurre o limitare i rischi operativi dei vari business che costituiscono la holding; gestire in maniera condivisa il patrimonio tra i soci in modo da non pregiudicare ciascuna società operativa.

1.7 CENNI IN MATERIA DI ANTIRICICLAGGIO

1.7.1 ART. 106 TUB (TESTO UNICO BANCARIO)

Il suddetto articolo rappresenta l'elenco "generale" degli intermediari finanziari presso l'UIC (Ufficio Italiano Cambi) e dichiara che l'assunzione di partecipazioni nei confronti del pubblico, di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma, di

prestazioni di servizi di pagamento e di intermediazione in cambi, è riservato a intermediari finanziari che devono possedere precisi requisiti²¹:

- a) l'oggetto sociale riguarda esclusivamente lo svolgimento di attività finanziarie;
- b) la società costituita deve essere una società per azioni, in accomandita per azioni, a responsabilità limitata o cooperativa;
- c) il capitale sociale non deve essere inferiore a cinque volte il capitale minimo previsto per legge per le S.p.a., ovvero non deve essere inferiore a 120.000 Euro x 5 = 600.000 Euro;
- d) i titolari di partecipazioni e i rappresentanti aziendali devono possedere i requisiti di onorabilità e professionalità.

Hanno la possibilità di non adeguarsi a questi requisiti solo società che hanno oggetto non finanziario e che nel loro atto costitutivo sia indicata la possibilità di svolgere attività finanziarie solo al fine di realizzare l'oggetto sociale, perciò non nei confronti di pubblico. Non è più ammissibile che una società abbia per oggetto l'esercizio non prevalente di attività finanziarie nei confronti del pubblico: questa possibilità di prevedere la prevalenza o meno dell'attività finanziaria adesso è concessa solo per attività svolte non nei confronti del pubblico (art. 113 del TUB). Nella clausola contenente le operazioni e gli atti strumentali per il conseguimento dell'oggetto sociale, occorre che in particolare l'assunzione di partecipazioni, se indicata fra le operazioni che possono essere compiute dagli amministratori, sia ben

²¹ QUARTARO 1995, CAPROGLIONE 1994.

distinta dall'oggetto e venga espressamente riferita solo all'ipotesi che essa sia strumentale ai fini dell'oggetto sociale.

La nuova normativa facente riferimento ai soggetti che operano nel settore finanziario è collocata agli art.106 e ss. del TUB ed è riferita a coloro che svolgono:

- assunzione di partecipazioni;
- concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma;
- prestazione di servizi di pagamento;
- intermediazione in cambi.

Il titolo V del decreto legislativo 385/1993 (TUB) ha unito la disciplina riguardante i requisiti di forma giuridica, oggetto, capitale minimo, onorabilità e professionalità degli esponenti sociali e dei partecipanti; ha sancito l'esclusività dell'esercizio dell'attività finanziaria svolta nei confronti del pubblico rispetto all'attività di carattere non finanziario, raggruppando i diversi criteri (prevalenza, esclusività e professionalità). Gli intermediari finanziari sono stati definiti soggetti iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 106. Questi soggetti costituiscono le società finanziarie cosiddette di "primo livello". Ci sono poi anche le società finanziarie di "secondo livello" non aventi l'obbligo di avere per oggetto esclusivo l'attività finanziaria ma possono avere, come oggetto secondario, anche altre attività diverse da quella finanziaria indicata. Queste società sono disciplinate dall'articolo 113 del TUB e non debbono avere i requisiti dell'articolo 106. Però, ci sono anche società di "terzo livello", che hanno un oggetto principale non finanziario, ma hanno la possibilità di compiere alcuna attività finanziarie.

- Articolo 106 TUB (modificato nel 2004): Elenco generale

1. L'esercizio nei confronti del pubblico delle attività di assunzione di partecipazioni, di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma, di prestazione di servizi di pagamento e di intermediazione in cambi è riservato a intermediari finanziari iscritti in un apposito elenco tenuto dall'UIC²².

2. Gli intermediari finanziari indicati nel comma 1 possono svolgere esclusivamente attività finanziarie, fatte salve le riserve di attività previste dalla legge.

3. L'iscrizione nell'elenco è subordinata al ricorrere delle seguenti condizioni:

a) forma di società per azioni, di società in accomandita per azioni, di società a responsabilità limitata o di società cooperativa;

b) oggetto sociale conforme al disposto del comma 2;

c) capitale sociale versato non inferiore a cinque volte il capitale minimo previsto per la costituzione delle società per azioni;

d) possesso da parte dei titolari di partecipazioni e degli esponenti aziendali dei requisiti previsti dagli articoli 108 e 109.

4. Il ministro dell'Economia e delle Finanze, sentiti la Banca d'Italia e l'UIC:

²² Comma così modificato dall'art. 20, D. Lgs. 4 agosto 1999, n.342.

a) specifica il contenuto delle attività indicate nel comma 1, nonché in quali circostanze ricorra l'esercizio nei confronti del pubblico. Il credito al consumo si considera comunque esercitato nei confronti del pubblico anche quando sia limitato all'ambito dei soci;

b) per gli intermediari finanziari che svolgono determinati tipi di attività, può, in deroga a quanto previsto dal comma 3, essere vincolata la scelta della forma giuridica, consentita l'assunzione di altre forme giuridiche e stabiliti diversi requisiti patrimoniali²³.

5. L'UIC indica le modalità di iscrizione nell'elenco e dà comunicazione delle iscrizioni alla Banca d'Italia e alla Consob.

6. Al fine di verificare il rispetto dei requisiti per l'iscrizione nell'elenco, l'UIC può chiedere agli intermediari finanziari dati, notizie, atti e documenti e, se necessario, può effettuare verifiche presso la sede degli intermediari stessi, anche con la collaborazione di altre autorità²⁴.

7. I soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso gli intermediari finanziari comunicano all'UIC, con le modalità dallo stesso stabilite, le cariche analoghe ricoperte presso altre società ed enti di qualsiasi natura.

1.7.2 ART. 107 TUB (TESTO UNICO BANCARIO)

L'articolo 107 del TUB è la trasposizione dei principi introdotti nel nostro ordinamento giuridico dall'articolo 7 del D.L. 03 maggio 1991, n. 143, convertito

²³ D.M. 2 aprile 1999.

²⁴ Comma così sostituito dall'art. 20, D. Lgs. 4 agosto 1999, n.342.

in legge dalla legge 05 luglio 1991, n. 197 (cosiddetta "legge antiriciclaggio"). Con questa norma è stato introdotto nel nostro ordinamento un regime di controllo più efficace per disciplinare l'attività svolta nel settore finanziario. I primi quattro commi dell'articolo 107 del TUB (D.Lgs. 358/1993) confermano l'impressione che si ricava dalla lettura dell'articolo 7, D.L. 143/1991, secondo cui il legislatore ha voluto introdurre un regime di vera e propria vigilanza sui soggetti che operano nel settore finanziario, con caratteristiche di intensità paragonabili a quelle degli istituti bancari. Quanto previsto dall'art. 107 è un regime di vigilanza in quanto le relative disposizioni sono volte ad assicurare stabilità ed efficienza e ciò emerge anche dal disposto dell'art. 5 del TUB, il cui secondo comma specifica che la vigilanza si esercita su banche, gruppi bancari e intermediari finanziari. Il comma quinto dell'art. 107 chiarisce quali operatori del settore finanziario potranno essere individuati dal ministro dell'Economia e delle Finanze ai fini dell'iscrizione nell'elenco speciale, basandosi su un parametro quantitativo e su uno qualitativo. Quindi sussiste l'obbligo di iscrizione nell'elenco speciale per gli intermediari dotati di ingenti volumi di attività finanziaria o di determinati rapporti fra indebitamento e patrimonio (criterio quantitativo), oltre che per i soggetti che svolgono attività di intermediazione in cambi, nonché di emissione e gestione di carte di credito e debito (criterio qualitativo). In linea generale, l'operatività dell'articolo in commento incontra poi i limiti posti dallo stesso testo unico.

Infatti, il secondo comma dell'articolo 114 esclude l'applicazione della norma per i soggetti sottoposti a forme di vigilanza equivalenti.

- Articolo 107 TUB: Elenco speciale

1. Il Ministro del Tesoro, sentite la Banca d'Italia e la Consob, determina criteri oggettivi, riferibili all'attività svolta, alla dimensione e al rapporto tra indebitamento

e patrimonio, in base ai quali sono individuati gli intermediari finanziari che si devono iscrivere in un elenco speciale tenuto dalla Banca d'Italia²⁵.

2. La Banca d'Italia, in conformità delle deliberazioni del Cicr, detta agli intermediari iscritti nell'elenco speciale disposizioni aventi ad oggetto l'adeguatezza patrimoniale e il contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni nonché l'organizzazione amministrativa e contabile e i controlli interni. La Banca d'Italia può adottare, se la situazione lo richiada, provvedimenti specifici nei confronti di singoli intermediari per le materie in precedenza indicate. Con riferimento a determinati tipi di attività la Banca d'Italia può inoltre dettare disposizioni volte ad assicurarne il regolare esercizio²⁶.

3. Gli intermediari inviano alla Banca d'Italia, con le modalità e nei termini da essa stabiliti, segnalazioni periodiche, nonché ogni altro dato e documento richiesto.

4. La Banca d'Italia può effettuare ispezioni con facoltà di richiedere l'esibizione di documenti e gli atti ritenuti necessari.

4-bis. La Banca d'Italia può imporre agli intermediari il divieto di intraprendere nuove operazioni per violazione di norme di legge o di disposizioni emanate ai sensi del presente decreto²⁷.

5. Gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale restano iscritti anche nell'elenco generale; a essi non si applicano i commi 6 e 7 dell'art. 106.

²⁵ D.M. 13 marzo 1996 e Provv. Banca d'Italia 26 giugno 1996 di applicazione del presente comma.

²⁶ Comma così modificato dall'art. 64, D. Lgs. 23 luglio 1996, n.415.

²⁷ Comma aggiunto dall'art. 64, D. Lgs. 23 luglio 1996, n.415.

6. Gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale, quando siano stati autorizzati all'esercizio di servizi di investimento, ovvero abbiano acquisito fondi con obbligo di rimborso per un ammontare superiore al patrimonio, sono assoggettati alle disposizioni previste nel titolo IV²⁸.

7. Agli intermediari iscritti nell'elenco previsto dal comma 1 che esercitano l'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma si applicano le disposizioni dell'articolo 47²⁹.

1.7.3 ART. 113 TUB (TESTO UNICO BANCARIO)

L'art. 113 del TUB riserva, a favore dei soggetti iscritti in una apposita sezione dell'elenco generale degli intermediari finanziari, l'esercizio in via prevalente e non nei confronti del pubblico delle attività³⁰ di:

- concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma, compresa la locazione finanziaria;
- assunzione di partecipazioni;
- intermediazione in cambi;
- servizi di incasso;
- pagamento e trasferimento di fondi anche tramite l'emissione e gestione di carte di credito.

Se non si rispetta tale riserva si viene sanzionati penalmente dall'art. 132 dello stesso Testo Unico. Quindi i criteri di individuazione degli operatori che hanno l'obbligo di iscriversi nella sezione, consistono nel mancato svolgimento

²⁸ Comma aggiunto dall'art. 211, D. Lgs. 24 febbraio 1998, n.58, a decorrere dal 1° luglio 1998.

²⁹ Comma aggiunto dall'art. 21, D. Lgs 4 agosto 1999, n.342.

³⁰ Punto 2 della Circ. Min. Tesoro n. 1 del giugno 1992.

dell'attività finanziaria nei confronti del pubblico e nella prevalenza dell'attività finanziaria rispetto alle attività di altro genere. Il carattere pubblico o meno delle attività finanziarie viene comunemente preso in considerazione quale elemento discriminante ai fini dell'applicazione della normativa di vigilanza. Per individuare quando un'attività è svolta nei confronti del pubblico, occorre rifarsi al concetto di "raccolta del risparmio" tra il pubblico previsto dalla legge bancaria. Una parte della dottrina utilizza un *criterio qualitativo* per stabilire se l'attività finanziaria è svolta nei confronti del pubblico: è ritenuta pubblica non solo l'attività svolta nei confronti di un numero imprecisato di soggetti, ma anche quella rivolta a una collettività limitata di persone. Il criterio qualitativo tende ad ampliare ingiustificatamente la nozione di pubblico, perciò, appare più idoneo il *criterio quantitativo*, che ritiene una attività pubblica qualora la sua ampiezza è sufficiente a trasformare l'ambito privato in pubblico. Tale valutazione, peraltro, va condotta in relazione al carattere di operatività. Tale criterio è stato accolto con riferimento agli intermediari che operano nel settore finanziario dal ministro dell'Economia e delle Finanze; la circolare n. 1 del 26 giugno 1992 ha infatti chiarito che «l'esistenza di un'attività rivolta al pubblico si riscontra con riferimento alle caratteristiche di vastità ed estensione, anche potenziale, della gestione». Secondo la circolare, inoltre, l'attività è svolta con il pubblico «allorché l'intermediario si rivolga a un numero di soggetti potenzialmente vasto, anche in relazione alla indeterminatezza dei terzi contraenti». Sembra, quindi, potersi concludere che l'attività dei soggetti previsti dall'art. 113 debba rivolgersi nei confronti di una cerchia di persone molto limitata e non suscettibile di ampliamento; dovranno mancare quella vastità ed estensione potenziale dell'attività che comporterebbero l'indeterminatezza della controparte. La ricorrenza di questa condizione andrà verificata, ma utili indicazioni potranno derivare da previsioni statutarie volte ad autolimitare qualitativamente e quantitativamente i soggetti con i quali si intrattengono rapporti.

- Articolo 113 TUB: Soggetti non operanti nei confronti del pubblico

1. L'esercizio in via prevalente, non nei confronti del pubblico, delle attività indicate nell'art. 106 comma 1, è riservato ai soggetti iscritti in una apposita sezione dell'elenco generale. Il ministro dell'Economia e delle Finanze emana disposizioni attuative del presente comma.

2. Si applicano l'art. 108, commi 1, 2, 3 e, con esclusivo riferimento ai requisiti di onorabilità e indipendenza, l'art. 109.

La condizione per l'iscrizione all'elenco Intermediari Finanziari (punto 2 della Circ. Min. dell'Economia e delle Finanze del 26 giugno 1992 n. 1) consiste nell'oggetto sociale o nell'esercizio in prevalenza di una o più delle citate attività. La prevalenza si ha quando, in base agli ultimi due bilanci approvati, si verificano:

1. il totale degli elementi collegati alle attività finanziarie unitamente considerate, ivi inclusi gli impegni a erogare fondi e le garanzie (anche fidejussorie) rilasciate, sia superiore al 50% del totale dell'attivo dello stato patrimoniale, ivi inclusi gli impegni a erogare fondi e garanzie, anche fidejussorie, rilasciate;

2. il totale dei proventi ottenuti dagli anzidetti elementi dell'attivo sia superiore al 50% di tutti i proventi.

In questa categoria rientrano, inoltre, le holding di famiglia per le quali occorre considerare come attività finanziaria, per il calcolo della prevalenza, anche i servizi resi alle partecipate (G.U. 18 settembre 1996). Per le holding il calcolo della prevalenza va effettuato nel caso di oggetto sociale misto; se invece l'oggetto

sociale è solo la detenzione di partecipazioni, l'obbligo di iscrizione scatta al momento della costituzione della società. Tutte le holding iscritte all'Ufficio Italiano dei Cambi devono attivare l'archivio unico informatico, in cui vanno inserite le informazioni relative ai rapporti continuativi e alle operazioni in essere a partire dal 1° gennaio 1993 o alla data di iscrizione dell'intermediario all'Ufficio Italiano dei Cambi. Per rapporto continuativo per le holding si hanno principalmente 5 casi:

- 1) Partecipazioni;
- 2) Finanziamenti da ovvero a soci / Finanziamenti da ovvero a Partecipate;
- 3) Prestiti obbligazionari;
- 4) Cash pooling (o conti di corrispondenza);
- 5) Finanziamenti /conti correnti ecc. con finanziaria estera /banca estera.

Per rapporto continuativo, si intende un'operazione/contratto che dà adito ad una serie di operazioni collegate (anche se in concreto non si verificano, come nel caso di partecipazioni di tipo statico, ossia che non generano aumenti di capitale -sotto-dividendi - restituzione finanziamenti - ecc.). Se si tratta di rapporti continuativi ancora esistenti alla data del 1° gennaio 1993 (o di iscrizione all'Uic), vanno inseriti i dati relativi all'accensione del rapporto anche se il rapporto è nato prima del 1° gennaio 1993.

Il comitato Antiriciclaggio ha anche specificato che l'assunzione di partecipazioni dà luogo alla costituzione di un rapporto continuativo quando comporti la titolarità di almeno un decimo dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria della società partecipata (G. U. n. 219 del 18 settembre 1996).

I dati obbligatori per i rapporti continuativi sono:

- i dati della società partecipata e del legale rappresentante della partecipata (con documento di identità);
- la data di accensione del rapporto continuativo e la data della chiusura (e i delegati a operare sul rapporto se esistono).

Le operazioni che vanno inserite nell'archivio unico informatico sono quelle di importo superiore a 12.500 euro o che in sette giorni lavorativi superano i 12.500 euro e che oltre naturalmente a riguardare le attività di tipo finanziario, sono state effettuate con i seguenti mezzi di pagamento:

- assegni (circolari, di conto corrente ecc.);
- contanti;
- titoli al portatore.

Quando l'operazione avviene direttamente tramite banca, ossia per mezzo di bonifici o di ricevute bancarie, l'obbligo di registrazione spetta alla banca. Le operazioni riferite allo stesso soggetto se nell'arco di sette giorni lavorativi non superano i 12.500 euro non vanno registrate. Allo stesso modo quando l'operazione avviene tramite un intermediario di livello superiore (ad esempio un intermediario abilitato rispetto a uno non abilitato), l'obbligo di registrazione spetta a quello di livello superiore. Esiste un'eccezione in cui si deve registrare l'operazione ed è quando si opera con una banca estera. Per le holding non esiste nessun tipo di invio dati all'Ufficio Italiano dei Cambi, solo al momento della chiusura o della cancellazione dall'elenco, quando viene richiesto lo scarico offline dei rapporti e delle operazioni inserite nell'archivio unico informatico. Una circolare specifica riguardante le holding è quella del 16 dicembre 2002 presente nel sito dell'Uic.

Capitolo 2 – LA GESTIONE FINANZIARIA DELLE HOLDING

2.1 INTRODUZIONE: CHE COS'E' LA GESTIONE FINANZIARIA

La gestione finanziaria riguarda le modalità di incasso e pagamento derivanti dall'attività. Quando si deve “incassare” qualcosa, è possibile farlo in tre modi:

- facendoci dare i soldi in contanti (cash)
- tramite il rilascio di un credito da parte di chi deve darci i soldi
- tramite la diminuzione di un debito precedentemente contratto con quello che, ora, è diventato il debitore.

La gestione finanziaria, in un'azienda riguarda, la gestione del denaro, che è la linfa per ogni attività. Per un'impresa è importante disporre di denaro perché solo così può acquisire beni e fare investimenti.

Ciò significa che solo se un imprenditore dispone di denaro può acquistare stabilimenti produttivi, attrezzature, automezzi, e tutti gli altri beni necessari per lo svolgimento dell'attività.

L'impresa deve disporre di denaro liquido (anche detto “liquidità aziendale”). In alternativa, l'azienda deve essere in grado di ottenere questo denaro rivolgendosi a qualche banca, a società finanziarie o altri finanziatori.

2.1.1 La gestione finanziaria: i flussi di soldi all'interno dell'azienda

Se un imprenditore vuole acquistare un macchinario e non dispone di denaro liquido può cercare di ottenere un prestito dalle banche o da qualche altra parte. Ecco perché è importante che l'imprenditore tenga sotto controllo la gestione finanziaria; perché essa si occupa di prendere decisioni riguardanti i flussi di cassa in entrate e in uscita.

Infatti, il denaro di cui dispone un'impresa serve per acquistare macchinari, impianti, brevetti, attrezzature e altri beni, che a loro volta generano denaro per il funzionamento dell'attività. Controllare la gestione finanziaria significa controllare la corretta "operatività" dell'impresa. L'aspetto finanziario non deve essere considerato "isolato" dal resto della gestione. Al contrario, la gestione della finanza aziendale è collegata a tutti gli altri aspetti della gestione, ad esempio, alla produzione che si occupa dello sviluppo dei beni e dei servizi da immettere sul mercato. Questa funzione è "consumatrice" di denaro.

Anche la gestione delle risorse umane, è una funzione "consumatrice di denaro". Infatti, l'imprenditore deve pagare ogni mese le retribuzioni e questi pagamenti "assorbono" risorse liquide, cioè soldi. Al contrario, per esempio, le attività di marketing svolte da un'azienda per generare ricavi sono una funzione "produttrice di denaro". In sintesi, possiamo dire che tutte le attività svolte all'interno di un'impresa producono e consumano denaro e cioè liquidità. Ecco perché è importante per l'imprenditore capire quali sono gli aspetti nella sua azienda, che influenzano la produzione e il fabbisogno di denaro, cioè di liquidità.

2.1.2 La gestione finanziaria: i flussi di cassa

Quindi un fattore determinante per il successo di un'impresa è la capacità dell'imprenditore di gestire le entrate e le uscite di cassa. Si tratta cioè di gestire i "flussi di cassa".

I flussi di cassa variano nel tempo e risentono delle decisioni prese nell'ambito della gestione. Per comprendere la dinamica dei flussi di cassa, facciamo qualche esempio.

Nel caso in cui un imprenditore avvia un'attività e decide di investire nel suo business 1.200 euro si presenta una situazione finanziaria di questo tipo:

L'imprenditore decide di gestire e avviare l'attività interamente con denaro contante (cfr. cassa) e utilizzando solo il suo capitale proprio pari a € 1.200.

Successivamente, l'imprenditore inizia ad acquistare le materie prime necessarie allo svolgimento della sua attività. Questa decisione incide nei flussi di cassa dell'impresa in questo modo:

Il denaro contante in cassa non c'è più perché è stato utilizzato dall'imprenditore per acquistare le materie prime. A fronte di ciò, è aumentato il valore del magazzino dato dall'acquisto delle stesse materie prime.

Durante lo svolgimento dell'attività l'imprenditore fa nuovi ordini ai fornitori per approvvigionarsi di ulteriori materie prime; ma questa volta chiede ai fornitori una dilazione di pagamento. Da un punto di vista di gestione finanziaria, ci troviamo in questa situazione:

Il valore del magazzino è aumentato (da € 1.200 a € 1.700) a causa dei nuovi acquisti di materie; a fronte di questi, l'imprenditore ha contratto dei debiti con i fornitori per € 500. L'aumento dei debiti v/fornitori e il corrispondente aumento del valore del magazzino.

Chiaro è che nel momento in cui iniziano le vendite dei prodotti, la gestione finanziaria dell'impresa cambia nuovamente perché il valore del magazzino diminuisce (da €1.700 a €500) a fronte delle vendite che a loro volta generano un aumento di denaro contante in cassa (€ 400) e un aumento dei crediti concessi alla clientela (per € 2.000). L'utile (dato, per esemplificare, dalla differenza tra ricavi – costi) appare nella gestione finanziaria come “utile non distribuito”.

2.1.3 La gestione finanziaria: conclusioni

Questo semplice esempio è stato riportato per semplificare il concetto dei flussi di cassa e della gestione finanziaria. Si può verificare come la situazione dei flussi di cassa è cambiata più volte durante la gestione. Infatti, all'inizio, il valore della cassa

è aumentato di €1.200 con l'apporto di denaro da parte dell'imprenditore. Per poi tornare ad un valore pari a zero a causa dell'acquisto delle materie prime; a seguito delle vendite il valore in cassa è nuovamente aumentato di €400. Il valore dei crediti è aumentato di €2.000.

Il valore del magazzino da un valore di € 1.200 è aumentato per un valore pari a € 1.700 a causa di nuovi acquisti di materie; per poi scendere a € 500 a seguito delle vendite. Anche il valore dei debiti è variato nel tempo.

Come risulta evidente dall'esempio che abbiamo riportato, i flussi di cassa relativi al normale ciclo di produzione dell'impresa influenzano sia l'attivo circolante, come ad esempio il magazzino ed i crediti verso i clienti, sia le passività correnti cioè i debiti verso i fornitori.

È importante, quindi, per un'impresa saper ben gestire l'aspetto finanziario e i flussi di cassa derivanti dalla gestione nel suo complesso.

2.2 LA STRUTTURA FINANZIARIA DI UN GRUPPO

2.2.1 I finanziamenti e i conferimenti dei soci

Il finanziamento dei soci³¹ è un'operazione che garantisce alla società le risorse finanziarie di cui necessita, evitando così di ricorrere all'indebitamento presso terzi e istituti di credito o all'aumento di capitale. È un'operazione molto frequente nei gruppi e spesso complementare alle *garanzie intercompany*.

I finanziamenti del socio holding alle controllate, solitamente, hanno vincoli di durata più lunghi rispetto ai rapporti di conto corrente intercompany che sono la base del *cash pooling* di gruppo. Inoltre, i debiti finanziari che la società contrae verso il socio sono diversi dai debiti contratti per forniture commerciali. Rispetto ai

³¹ R. MORO VISCONTI, *Le Holding, Bilancio, struttura finanziaria, fiscalità e valutazioni*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2004, pag. 206-213.

finanziamenti esterni, i versamenti dei soci possono anche essere infruttiferi o non prevedere l'obbligo di rimborso a scadenza, ciò permette alle società di avvalersi di risorse a medio lungo termine senza sostenere oneri finanziari dati degli interessi passivi sul debito. Alcune volte, il finanziamento dei soci riesce ad adeguarsi meglio alle richieste di risorse da parte della società rispetto all'aumento di capitale sociale in quanto non deve essere deciso dall'assemblea straordinaria e non modifica i rapporti di forza tra i soci. Però le problematiche che riguardano il finanziamento dei soci sfociano in altri aspetti quali: civilistici, finanziari, contabili e fiscali.

2.2.2 Come si utilizzano i versamenti dei soci

I versamenti effettuati dai soci possono configurarsi secondo diverse modalità:

a) versamenti in conto futuro aumento capitale, ovvero un versamento anticipato della somma che i soci devono corrispondere per la liberazione dell'aumento di capitale che sarà deliberato dalla società che intendono sottoscrivere. Tale versamento è finalizzato esclusivamente all'aumento del capitale e non può essere indirizzato ad altro fine, questo tipo di versamento può derivare da un'imminente urgenza di denaro da parte della società che non può aspettare i classici tempi tecnici richiesti per far sì che l'aumento di capitale faccia affluire la somma di cui ha bisogno.

b) versamenti in conto capitale, rappresentati da versamenti di somme di denaro fatti da tutti o solo alcuni soci in proporzione o meno alle loro quote di partecipazione. Tale forma rappresenta un apporto di capitale finanziario alternativo a quella dell'aumento del capitale sociale e per far fronte alle tante esigenze di finanziamento dell'attività societaria, spesso i soci preferiscono effettuare tale versamento, a differenza dell'aumento di capitale, che richiede una

delibera di assemblea straordinaria mentre questo ha vita con una semplice iscrizione degli importi nei conti “versamento soci in conto capitale” o “versamento soci a fondo perduto” iscritti nel patrimonio netto.

c) versamenti a copertura perdite, si hanno quando i versamenti a fondo perduto effettuati dai soci vengono utilizzati per coprire le perdite. A livello contabile, questi versamenti non transitano nella situazione patrimoniale provenendo dal conto economico ma rimangono direttamente nello stato patrimoniale stesso, così eventuali terzi possono quantificare le effettive perdite di esercizio, separatamente dalla loro copertura.

Se i versamenti non sono proporzionali alle quote di partecipazione, dopo la copertura delle perdite si avrà un cambiamento della composizione sociale e a tal proposito un cambiamento dei rapporti di forza dei soci è un evento che mina la gestione della società alterando le maggioranze. Nonostante ciò, i versamenti non proporzionali sono per legge ammissibili e sono rappresentati da utilizzo a copertura perdite della riserva già costituita con versamenti in conto capitale; rinuncia dei soci al rimborso dei crediti vantati a titolo di finanziamenti precedenti e contestuale utilizzo dei relativi mezzi a copertura perdite; ripianamento delle perdite, che hanno reso il capitale negativo e ricostituzione del capitale tramite il versamento soci; versamenti spontanei dei soci a copertura perdite.

La raccolta presso soci da parte di società diverse dalle cooperative può essere fatta senza alcun limite a condizione che:

- tale facoltà sia prevista dallo statuto

- la raccolta sia rivolta a soggetti iscritti nel libro soci da almeno tre mesi, che detengono una partecipazione di almeno il 2% del capitale sociale risultante dell'ultimo bilancio approvato.

In ogni caso la raccolta presso soci non può avvenire con strumenti “a vista” o collegati all’emissione o alla gestione di mezzi di pagamento. Dato il frequente ricorso delle società al finanziamento soci, il legislatore, con la riforma societaria ha introdotto nello stato patrimoniale la voce del passivo alla lettera D, numero 3, relativa a debiti verso soci per finanziamenti con obbligo di restituzione e nella nota integrativa l'obbligo di indicare i finanziamenti effettuati dai soci alla società, ripartiti per scadenze e con la separata indicazione di quelli con clausola di postergazione rispetto agli altri creditori.

2.2.3 Aspetti finanziari e contabili

L'allocazione del finanziamento dei soci tra le passività o il patrimonio netto è un elemento fondamentale per valutare l'impatto che ha sulla struttura finanziaria, a seconda che l'apporto di capitale sia considerato o meno come parte ideale del patrimonio netto si avrà un diverso impatto sul costo del capitale e sulla leva finanziaria (*leverage*).

Il costo del capitale per la società si può esprimere in termini di costo del capitale proprio, di terzi e medio ponderato.

Il costo di capitale proprio indica la remunerazione spettante ai soci e anche il costo del capitale di terzi, espresso dal rapporto oneri finanziari fratto debiti medi, è influenzato dal versamento finanziamento dei soci, che incrementa il numeratore se è un finanziamento fruttifero mentre incrementa il denominatore se è un debito.

Inoltre, l'impatto sul costo del capitale proprio o di terzi si riflette anche sul costo del capitale medio ponderato.

Il finanziamento soci ha un notevole impatto sulla composizione della struttura finanziaria della società, in particolare sulla leva finanziaria data dal rapporto passività fratto patrimonio netto, a seconda che l'apporto di capitali sia considerato o meno come parte ideale del patrimonio netto, l'impatto influirà sul denominatore o sul numeratore della leva finanziaria e quindi darà un incremento o un decremento della stessa.

L'impatto del versamento finanziamento soci sul conto economico, in termini di minori oneri finanziari e le decisioni sulla destinazione del risultato di esercizio concorrono a definire l'entità dell'autofinanziamento, destinato a influenzare sia il costo del capitale sia il *leverage* della società.

Per quanto riguarda la collocazione delle voci relative nello stato patrimoniale, i finanziamenti con caratteri di debito rimborsabile si troveranno nei debiti, mentre la classe di patrimonio netto "altre riserve" può includere riserve per versamenti dei soci di contributi in conto capitale.

I versamenti in conto capitale sono da considerarsi delle riserve di capitale, avendo una natura ragionieristica diversa rispetto alle riserve che derivano da quanto accantonamenti.

Per quanto riguarda l'ipotesi di compensazione dei versamenti soci con voce crediti verso soci per versamenti ancora dovuti, si ritiene possibile se i versamenti hanno una natura giuridica simile a quella di crediti della società verso i soci e questo evento si verifica nel caso di conferimento irreversibile in conto capitale ma non se il finanziamento soci è restituibile.

Nella nota integrativa c'è l'obbligo di dare informazioni sui finanziamenti effettuati dai soci alla società, ripartiti per scadenze e con una separata indicazione di quelli con clausola di postergazione rispetto agli altri creditori.

2.3 FLUSSI DI CASSA DI GRUPPO

L'analisi dei flussi di cassa³² *intercompany*, in particolare frequenti in presenza di accordi di *cash pooling* o di operazioni commerciali o produttive con regolazione monetaria, può essere effettuata in un'ottica prettamente finanziaria.

In questo ambito, si rileva la predisposizione di un rendiconto finanziario redatto dalla holding, ovvero riferibile al bilancio consolidato di gruppo, che consente di rappresentare la dinamica dei flussi finanziari da un punto di vista quantitativo, per verificare eventuali equilibri e disequilibri di cassa, ma anche qualitativo che identifica le aree di business dell'intero gruppo che creano risorse finanziarie, rispetto ai settori *cash burning*. L'analisi dei flussi finanziari viene fatta attraverso un confronto di due stati patrimoniali consecutivi e consente di individuare le variazioni di valori che devono essere allocate tra gli impieghi di capitale, oppure tra le fonti finanziarie.

Gli impieghi rappresentano delle forme di finanziamento del capitale a disposizione dell'impresa, attraverso un utilizzo di risorse finanziarie. Il confronto fatto ad ogni livello e ogni singola voce tra due stati patrimoniali successivi permette di identificare impieghi dati da:

- un aumento di attività nette;
- una diminuzione di passività;
- una diminuzione di patrimonio netto;
- impieghi generati dalla gestione reddituale.

Per contro, le fonti sono il frutto di un incremento delle consistenze finanziarie a disposizione dell'impresa e sono rappresentate da:

³² R. MORO VISCONTI, *Le Holding, Bilancio, struttura finanziaria, fiscalità e valutazioni*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2004, pag. 222-227.

- una diminuzione di attività nette;
- un aumento di passività;
- un aumento di patrimonio netto;
- fonti generate dalla gestione reddituale.

Le fonti generate dalla gestione reddituale nascono dalla differenza tra i ricavi monetari e costi monetari, ovvero il risultato di esercizio più i costi non monetari meno i ricavi non monetari.

Inoltre, la considerazione di base per ogni impresa è che qualunque sia il suo settore di attività, nel lungo periodo dovrà essere la gestione corrente a garantire la generazione di liquidità necessaria a mantenere l'equilibrio finanziario tendenziale.

2.3.1 Flussi di cassa operativi e netti

La determinazione contabile dei flussi di cassa di gruppo si basa su uno stato patrimoniale consolidato differenziale dato dal confronto tra stati patrimoniali di due esercizi consecutivi e sul conto economico dell'esercizio dell'ultimo anno considerato. Per quanto riguarda lo stato patrimoniale, lo schema di riclassificazione per la determinazione dei flussi di cassa, che considera non la fotografia dello stato patrimoniale in un determinato istante ma la differenza tra due stati patrimoniali e quindi l'incremento o decremento delle singole voci da un esercizio all'altro, può essere il seguente.

Capitale investito (impieghi) dato da:

Δ Ccn operativo (crediti comm.li + rimanenze – fornitori...) **(B)**

Δ Attivo immobilizzato netto (immobilizzazioni immateriali, materiali e partecipazioni...) **(C)**

Capitale raccolto (fonti) dato da:

Δ **Debiti finanziari** netti (mutui + obbligazioni + debiti v/banche a M/L – crediti finanziari...) **(D)**

Δ **Patrimonio netto** (capitale sociale + riserve + utile esercizio) **(E)**

Con riferimento al conto economico consolidato scalare, si può considerare la seguente riclassificazione:

Ricavi operativi monetari netti **(F)**

- Costi operativi monetari netti **(G)** comprese le imposte operative ed eccetto gli ammortamenti

= Margine Operativo Lordo (Mol o Ebitda)

- Ammortamenti **(H)**

= Risultato operativo (Margine Operativo netto o Ebit)

- Oneri finanziari netti **(I)**

+/- componenti straordinarie e accessorie **(L)**

- imposte non operative **(M)**

= Risultato netto

Considerando lo schema dello stato patrimoniale e del conto economico scalare si può arrivare a determinare il flusso monetario dell'area operativa sommando al risultato operativo i costi e i ricavi operativi che concorrono a determinarlo ma che non hanno natura monetaria: solitamente i ricavi operativi sono quasi tutti monetari e anche i costi operativi e l'eccezione è data dagli ammortamenti che sono costi operativi non monetari. Di norma si ha, quindi, un flusso monetario dell'area operativa ottenuto rettificando il risultato operativo per stornare gli ammortamenti e che corrisponde a:

$$\text{Risultato operativo} + \text{ammortamenti} = \text{Mol}$$

Generalizzando tale concetto, il flusso monetario dell'area operativa detto anche "autofinanziamento potenziale" è dato dalla differenza tra ricavi operativi monetari e costi operativi monetari.

Le imposte operative calcolate sulla base imponibile data dal risultato operativo a cui vanno applicate le rettifiche fiscali fanno parte dei costi operativi.

Il Risultato Operativo è perciò espresso al netto delle imposte operative ed è paragonabile a Nopat (Net Operating Profit After Taxes) utilizzato nel calcolo delle Economic Value Added (EVA).

Il capitale circolante netto ha un ruolo fondamentale, infatti, un incremento di esso determina un assorbimento cioè un impiego di liquidità e quindi un flusso di cassa realmente prodotto, definito "autofinanziamento reale", inferiore all'autofinanziamento potenziale che deriva dalla differenza tra i ricavi e i costi monetari, mentre un decremento del circolante libera risorse liquide.

Perciò un'azienda può definirsi in equilibrio finanziario quando la sua gestione corrente produce flussi finanziari positivi; mentre situazioni opposte possono essere sostenute solo per brevi periodi e con l'intervento dell'indebitamento finanziario che però porta ripercussioni negative sulla redditività a causa del crescere degli oneri finanziari.

Per "flusso di cassa della gestione corrente" si fa riferimento alle risorse che derivano dalla gestione caratteristica nell'esercizio ed è dato dalla somma algebrica di due componenti:

- l'autofinanziamento potenziale o flusso di circolante della gestione corrente;

- la variazione del capitale circolante netto con esclusione dei posti già liquide, cioè del capitale circolante netto commerciale.

Infatti il capitale circolante netto complessivo è suddivisibile in capitale circolante netto commerciale e liquidità.

Il capitale circolante netto (Ccn) commerciale considera solo voci operative che non hanno natura finanziaria, come ad esempio:

- crediti commerciali verso clienti a breve al netto dei fondi svalutazione;
- rimanenze finali di magazzino;
- ratei e risconti attivi operativi;
- altre attività operative a breve termine;
- debiti verso fornitori commerciali;
- ratei e risconti passivi operativi;
- altre passività operative a breve termine.

Mentre, la liquidità netta comprende solo le voci del capitale circolante netto complessivo che non hanno natura operativa o commerciale:

- cassa e banche conto corrente attivo;
- crediti finanziari a breve;
- ratei e risconti attivi finanziari;
- altre attività finanziarie a breve;
- banca conto corrente passivo;
- debiti finanziari a breve, come quote correnti di mutui e obbligazioni ecc;
- ratei e risconti passivi finanziari;
- altre passività finanziarie a breve.

La ripartizione del capitale circolante netto in commerciale e non porta ad una nuova riclassificazione più funzionale, anche rispetto agli obiettivi di determinazione dei flussi di cassa per valutare le aziende o singoli investimenti. È possibile notare come il capitale circolante netto non commerciale può coincidere con la definizione di liquidità se vi sono solo attività e passività finanziarie a brevissimo termine.

Il flusso monetario dell'area operativa economica rappresenta le risorse monetarie che nel corso dell'esercizio sarebbero state messe a disposizione o assorbite dalla gestione corrente se non vi fossero stati ulteriori assorbimenti o liberazioni di risorse attraverso dilazioni o contrazioni del capitale circolante.

Infatti, i collegamenti tra stato patrimoniale e conto economico e prospetto di calcolo del flusso di cassa consentono di stabilire qual è la relazione tra le componenti patrimoniali, flussi economici e flussi finanziari.

Il flusso di cassa netto per i soci è l'unica area non considerata: la liquidità (A). Il risultato netto che costituisce il saldo finale del conto economico scalare non va autonomamente rappresentato nello schema in quanto è già considerato nel patrimonio netto.

Il flusso di cassa netto disponibile per i soci è denominato *levered* in quanto incorpora l'indebitamento e di conseguenza l'effetto leva, rappresentato dal rapporto tra debiti finanziari e patrimonio netto.

Il rimborso integrale e la remunerazione del debito con l'utilizzo dei flussi di cassa operativi hanno la precedenza su rimborso sulla remunerazione dell'*equity*; la remunerazione del capitale di rischio conferito dai soci ha natura residuale e i soci sono i *residual claimants* dei flussi di cassa generati all'impresa.

2.4 IL CASH POOLING E LA GESTIONE ACCENTRATA DELLA TESORERIA DI GRUPPO

Il *cash pooling* è una forma tecnica per la gestione accentrata dei saldi di conto corrente di diverse società che appartengono ad uno stesso gruppo. Il contratto di *cash pooling* è un contratto atipico e può essere definito come un accordo stipulato in autonomia da tutte le consociate di un gruppo con una stessa società che funziona da centro di tesoreria (*pooler*) ed ha per oggetto la gestione di un conto corrente accentrato così (*pool principale*) su quali vengono centralizzati i saldi dei conti correnti periferici di ogni consociata³³.

Perciò il *cash pooling* risulta una particolare forma di conto corrente non bancario e di norma è previsto che le parti del contratto, *pooler* da un lato e società consociate all'altro si accordino:

- sulle modalità e sui termini con cui i saldi dei conti correnti periferici dei consociati devono essere trasferiti al conto corrente accentrato;
- sulle modalità e sui termini entro i quali il *pooler* deve restituire la liquidità ricevuta sul conto corrente accentrato di cui è titolare;
- sull'ammontare dei tassi in base ai quali maturano gli interessi attivi e passivi, su crediti annotati nel conto comune, sulle modalità con cui gli interessi verranno corrisposti Periferici e il conto accentrato genera di crediti reciproci tra le parti che vengono corrisposti;
- sull'eventuale commissione spettante al *pooler* per lo svolgimento dell'attività di tesoriere.

³³ Per approfondimenti, si veda: Occasi (2002); Nessi (2000); Daccò (2002).

Per poter eseguire la trasmissione di fondi, le parti dovranno inoltre conferire un apposito mandato alle rispettive banche.

Le situazioni dei trasferimenti di fondi tra conti correnti periferici e quello accentrato dà vita a crediti reciproci tra le parti del contratto di *cash pooling* che vengono annotati sul conto corrente non bancario e si deve quindi concordare che questi crediti devono essere dichiarati inesigibili fino a una certa data o fino alla chiusura dell'operazione.

Dal contratto quindi risulterà che solo alla scadenza il *pooler* potrà liquidare i saldi che derivano dalle compensazioni delle rimesse reciproche e i relativi interessi maturati.

Il *pooler* deve gestire un sistema contabile che permette:

- di indentificare le singole rimesse di debito e credito;
- di provvedere all'invio periodico degli estratti conto;
- di determinare l'ammontare degli interessi da addebitare e da accreditare alle varie società che vi partecipano.

A fronte dei servizi svolti, dovrà essere previsto il diritto del *pooler* di addebitare nei confronti delle società partecipanti al *cash pooling* le spese sostenute e le relative commissioni.

Inoltre, dove ci saranno i presupposti, sarà applicabile anche la nuova disciplina delle *controlled foreign companies* (art. 167 del nuovo Tuir) ovvero quella dell'ineducibilità dei costi relativi a società estere che operano in paradisi fiscali extracomunitari.

Grazie all'accentramento di risorse finanziarie reso possibile dal *cash pooling*, il *pooler* è in grado di gestire in modo ottimale i flussi di liquidità che provengono

dalle diverse società del gruppo, concedendo finanziamenti *ad hoc* a tassi convenienti alle altre società.

Il sistema di *cash pooling* così strutturato ha il vantaggio di:

- monitorare continuamente le diverse esigenze finanziarie delle varie società consociate, con conseguente miglioramento dell'organizzazione complessiva del gruppo:
- ridurre il margine di indebitamento del gruppo;
- ridurre il carico fiscale in capo alle società del gruppo.

In caso di fusioni e scissioni il sistema di *cash pooling* potrebbe subire modificazioni profonde, ad esempio:

- società, di norma holding, al vertice del sistema di *cash pooling* che incorpora altra società: in questo caso il *cash pooling* va adattato ai nuovi flussi finanziari dell'azienda incorporata o acquisita con scissione;
- alienazione a favore di terzi estranei al gruppo della società, in questo caso si deve ricostituire il *cash pooling* in capo ad altre attività di gruppo e per evitare questo si potrebbe alienare un ramo d'azienda della società *pooler* pur mantenendo la tesoreria centralizzata in capo alla società;
- alienazione di ramo d'azienda, che ricomprende la tesoreria centralizzata della società *pooler* e tale operazione è molto delicata se l'alienazione è a favore di una società esterna al gruppo, cioè terza; di norma non consente il mantenimento del *cash pool*;

- fusioni o scissioni intercompany tra società che aderiscono al *cash pooling*: nel primo caso si ha una semplificazione della tesoreria centralizzata, diminuendo così il numero di società che aderiscono al *pool* e nel secondo si hanno nuove società da aggregare al *pool*, se la beneficiaria è neocostituita.

Inoltre, è molto delicata la problematica in caso di insolvenza, sia del *poller* sia di una società di aderente al *cash pool*.

La gestione della tesoreria riguarda i flussi di cassa giornalieri e si pone l'obiettivo di minimizzare sia il fabbisogno finanziario legato agli sfasamenti temporali tra incassi e pagamenti, sia il costo del capitale necessario per finanziare tale fabbisogno, massimizzando così i benefici ritraibili da eventuali surplus di cassa se il gruppo nel complesso è un *cash generator*.

L'ottimizzazione della tesoreria implica una gestione che tende:

- a minimizzare il capitale circolante netto operativo;

- massimizzare la liquidità, come differenza tra cassa e banca attiva da un lato e banca conto corrente passivo dall'altro, attraverso una gestione di *cash management*, ovvero un sistema che incrocia gli incassi con i pagamenti e gestisce i rapporti con le banche.

Inoltre, la gestione accentrata della tesoreria passa anche attraverso la costituzione di *pool accounts* che unificano i rapporti nei confronti delle banche, compensando internamente al gruppo posizioni creditorie e debitorie che prese singolarmente sarebbero soggette ad un trattamento economico asimmetrico da parte delle banche stesse.

I flussi finanziari intercompany anche in un contesto di *cash pooling* rappresentano uno dei principali elementi caratteristici di gruppi di imprese e contento in molti casi di realizzare importanti sinergie finanziarie.

L'analisi dei flussi finanziari intercompany è importanti per capire le modalità di collegamento a livello finanziario delle diverse società del gruppo in condizioni neutrali, caratterizzate da una teorica assenza di conflitti di interessi; ciò rappresenta un punto di partenza per indagare le modalità con cui i flussi finanziari rappresentano il vincolo per trasferimenti finanziari verso alcuni *stakeholders* in difetto o in eccesso rispetto alle loro legittime aspettative.

I flussi finanziari rappresentano in questo ambito un parametro privilegiato per la stima dei conflitti di interessi, infatti la tesoreria centralizzata³⁴ è una delle caratteristiche più rilevanti di gruppi che attraverso un accentramento della gestione finanziaria perseguono obiettivi di coordinamento strategico operativo orientati così ad una possibile direzione unitaria di gruppo e a conseguire sinergie finanziarie.

2.5 PRESTITI OBBLIGAZIONARI

I prestiti obbligazionari³⁵ rappresentano una modalità di finanziamento rilevanti per le holding e le sue controllate, affiancandosi così al capitale di rischio nell'ambito dell'approvvigionamento delle risorse finanziarie. Le holding possono essere sottoscritte dai soci, sia di maggioranza delle holding per le obbligazioni emesse dalla società, sia il socio holding nelle partecipate, sia i soci di minoranza della holding delle partecipate ovvero da terzi con un impatto differito sul capitale se esse sono convertibili di norma in azioni della società emittente.

³⁴ Per approfondimenti si veda Bini (1984).

³⁵ R. MORO VISCONTI, *Le Holding, Bilancio, struttura finanziaria, fiscalità e valutazioni*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2004, pag. 237-243.

Le obbligazioni sono titoli di credito nominativi o al portatore che rappresentano frazioni di uguale valore nominale con uguali diritti di un'unitaria operazione di finanziamento a titolo di mutuo.

I titoli obbligazionari documentano un credito verso la società, assoggettato alla disciplina legale del mutuo.

Esistono varie tipologie di obbligazioni:

- *le obbligazioni 'normali'*, che attribuiscono al possessore il diritto al periodico pagamento di un interesse a un saggio costante a titolo di remunerazione del capitale mutuato; inoltre il diritto al rimborso a termine del prestito o nel momento scelto all'obbligazione di determinate scadenze prefissate o ancora progressivamente, secondo un piano di ammortamento che vede periodicamente sorteggiate, per il loro anticipato rimborso un certo numero di obbligazioni;

- *le obbligazioni a premio*, che prevedono l'attribuzione agli obbligazionisti di utilità aleatoria in denaro o in natura da assegnare tramite sorteggio o con un altro sistema; queste obbligazioni non si discostano dalle prime: il premio è solo accessorio del normale rapporto obbligazionario;

- *le obbligazioni partecipanti*, in cui la remunerazione periodica del capitale è commisurata in tutto o in parte agli utili di bilancio della società emittente e l'obbligazionista non partecipa alle perdite;

- *le obbligazioni indicizzate* o con clausola parametrica; mirano a neutralizzare gli effetti della svalutazione monetaria e ad adeguare il rendimento dei titoli all'andamento del mercato finanziario ancorando il tasso interesse e / o il valore di rimborso a indici di natura diversa;

- *le obbligazioni in valuta estera*;

- *le obbligazioni emesse con sconto sul valore nominale*, o che attribuiscono una maggiorazione alla scadenza;

- *le obbligazioni convertibili in azioni*, che attribuiscono agli obbligazionisti la facoltà di trasformare il proprio credito in una partecipazione azionaria della società emittente o di un'altra società alla prima collegata;

- *le obbligazioni cum warrant*, o con diritto di opzione su azioni, danno all'obbligazionista il diritto di sottoscrivere o acquistare azioni della società emittente o di altra società, fermo restando la posizione di creditore per le obbligazioni possedute;

- *le obbligazioni subordinate o postergate*, che sono rimborsabili solo dopo l'integrale soddisfacimento degli altri creditori in caso di liquidazione volontaria o di assoggettamento a procedura concorsuale della società emittente.

Solo per le obbligazioni convertibili vi è una particolare disciplina mentre per tutti gli altri tipi di obbligazioni la regolamentazione è rimessa all'autonomia negoziale delle parti nei limiti di compatibilità con il codice civile per le obbligazioni di società per azioni.

La società può emettere obbligazioni per una somma non eccedente il doppio del capitale sociale della riserva legale e della riserva disponibile che risultano dall'ultimo bilancio approvato, salvo che le obbligazioni in eccedenza siano destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza.

Altri casi di esclusione da questo limite sono previsti dall'articolo 2412 codice civile e sono i seguenti:

- le emissioni di obbligazioni garantite da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società, fino ai due terzi dei medesimi; in caso di emissione di obbligazioni garantite la delibera di emissione deve designare un notaio che compie per conto dei sottoscrittori le formalità necessarie per la costituzione di garanzie medesimi;

- le emissioni di obbligazioni effettuate da società con azioni quotate in mercati regolamentati, limitatamente le obbligazioni quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati;

- quando la società è autorizzata da un provvedimento dell'autorità governativa a emettere obbligazioni per somma superiore rispetto al limite normativo, se ricorrono particolari ragioni che interessano l'economia nazionale.

Una normativa ancora più restrittiva è prevista per le holding industriali quotate, la società che ha emesso obbligazioni non può ridurre il capitale sociale o distribuire riserve se, rispetto all'ammontare delle obbligazioni ancora in circolazione, non siano rispettati i limiti descritti e in caso di riduzione del capitale per perdite non può distribuire utili fino a quando l'ammontare del capitale e delle riserve non eguagli l'ammontare delle obbligazioni in circolazione. In caso di emissione di obbligazioni convertibili fino a quando non siano scaduti i termini fissati per la conversione, la società non può deliberare la riduzione volontaria del capitale sociale o la modifica delle disposizioni dello statuto che riguardano la ripartizione

degli utili, salvo che ai possessori di obbligazioni convertibili non sarà data la facoltà di esercitare il diritto di conversione.

La modifica delle condizioni del prestito obbligazionario deve essere giustificata da una situazione della società che la renda necessaria nell'interesse degli obbligazionisti; mentre rimane al potere della maggioranza l'alterazione di caratteri strutturali di quel determinato prestito obbligazionario e sarà illegittima una delibera che sopprima il diritto di rimborso al capitale o disponga la conversione coattiva delle obbligazioni in azioni o ancora sopprima il diritto di conversione dei titoli obbligazionari convertibili.

Le obbligazioni possono essere emesse alla pari, sopra la pari e sotto la pari; negli ultimi due casi si avrà un aggio o un disagio di emissione. Il prestito emesso "sotto la pari", la società alla scadenza rimborsa una somma nominale superiore a quella incassata in sede di emissione conseguendo così una perdita detta anche "disagio di emissione". Se invece il prestito è emesso "sopra la pari", alla scadenza la società rimborsa una somma nominale inferiore a quella incassata in sede di emissione conseguendo un utile detto anche "aggio di emissione".

2.6 COSTO DEL CAPITALE DI GRUPPO

Il costo del capitale³⁶ rappresenta in termini di percentuali la remunerazione che spetta agli investitori, sia finanziatori sia azionisti.

Ci sono 3 accezioni di costo del capitale:

1- costo del capitale proprio (*cost of equity*);

³⁶ R. MORO VISCONTI, *Le Holding, Bilancio, struttura finanziaria, fiscalità e valutazioni*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2004, pag. 245-252.

- 2- costo del capitale di debito (*cost of debit*);
- 3- costo del capitale medio ponderato (*weighted average cost of capital*).

Da una parte, per l'azienda il costo del capitale esprime il saggio di rendimento ottimale richiesto dal mercato, cioè dagli investitori in equilibrio per investire nell'azienda, date determinate aspettative di rischio dell'investimento; dall'altra, rappresenta il parametro principale per definire il prezzo rappresentativo dell'azienda, sia in funzione esterna in quanto il mercato di capitali valuterà l'attivo in funzione della sua redditività attesa, sia interna ovvero il valore di mercato dell'azienda per i suoi azionisti e investitori sarà in ogni istante uguale al valore del flusso dei redditi prodotti, scontati ad un certo tasso che esprime il costo dei fondi necessari alla produzione di redditi stessi.

Gli investitori hanno diverse possibilità di investimento ed utilizzano il costo opportunità del capitale per confrontare le diverse opzioni, le quali sono in grado di creare valore se il rendimento del capitale è superiore al costo medio ponderato del capitale stesso.

Il costo del capitale aumenta quando aumenta il rischio dell'impresa.

2.6.1 Il costo del capitale proprio

Il *costo del capitale proprio* (K_e) è il rendimento atteso dagli azionisti per aver acquistato azioni della società. È un rendimento di equilibrio, si può esprimere tramite diverse tipologie:

1. la determinazione del *Return on Equity*;
2. l'utilizzo del modello di equilibrio del mercato azionario;
3. l'impiego di un modello di sconto dei titoli azionari.

1. Return on Equity (Roe):

È un indice di redditività del patrimonio netto, rapporta il reddito netto (Rn) al patrimonio netto (Cn) medio:

$$Roe = \frac{Rn}{(Cn0 + Cn1)/2}$$

È un indicatore di natura contabile, può essere utilizzato soltanto se il risultato netto e il patrimonio netto sono opportunamente rettificati al fine di esprimere valori di mercato.

Il Roe è un indice della redditività "globale" dell'impresa, dal momento che il rendimento del patrimonio netto (proprio) non dipende solo dalla gestione caratteristica di impresa, risulta anche espressione della gestione finanziaria e straordinaria, oltre che delle imposte. Il Roe permette di determinare quanto rende il patrimonio netto dell'azienda, senza vincolo di restituzione immediata, dagli azionisti, che avranno così un parametro per la valutazione della convenienza economica dell'investimento da loro effettuato.

Il Roe ha sempre segno positivo, a patto che Rn sia maggiore di zero; si noti che il reddito netto, al numeratore, è compreso anche nel patrimonio netto al denominatore.

Dal momento che il numeratore considera il reddito netto e non tiene conto della sua ripartizione, il Roe tiene conto sia del fattore di crescita derivante dall'accantonamento di utili sia del fattore di remunerazione immediata dell'investitore attraverso l'erogazione di dividendi e può essere così scomposto:

$$\frac{Rn}{Cn} = \frac{Acc}{Cn} + \frac{Div}{Cn}$$

Dove Acc indica la quota di utile accantonata e Div quella distribuita sotto forma di dividendo.

Un collegamento tra il Roe e alcuni indicatori significativi di borsa può essere effettuato considerando l'indice di redditività globale di società quotate come risultato del prodotto tra il *price-book value*, che rapporta il prezzo per azione al patrimonio netto per azione e il rendimento dell'utile (*earnings yield*), che costituisce il reciproco del noto *price earnings ratio* che rapporta l'utile per azione al prezzo per azione:

$$\frac{Rn}{Cn} = \frac{P}{Cn} \times \frac{Rn}{P}$$

dove P indica il prezzo per azione.

Una formulazione alternativa del Roe è la seguente:

$$Roe = \frac{\frac{Rn}{Ci}}{1 - \frac{D}{Ci}} = \frac{Rn}{Cn}$$

qui il rapporto Rn/Ci al numeratore può essere confrontato con il Roi (Ro/Ci), al fine di evidenziare l'impatto della gestione finanziaria e straordinaria e delle imposte, che incidono su Rn ma non su Ro (reddito operativo).

2. Il *Capital Asset Pricing Model*

L'equazione del *Capital Asset Pricing Model* è il punto di partenza fondamentale per il calcolo del costo del capitale proprio. Usando il Capm per rappresentare i rendimenti, il rendimento atteso E(RI) del titolo azionario sarà:

$$E(R_i) = R_f + \beta(R_M - R_f)$$

Dove R_f è il tasso privo di rischio, e $(R_M - R_f)$ è la differenza tra il rendimento atteso di mercato e il tasso privo di rischio. Questa differenza è definita come "premio per il rischio". Noti questi valori si deve, quindi, calcolare il beta (β) del titolo.

3. Il *Dividend Discount Model*

Il Dividenti Discount Model è un modello di sconto dei flussi di dividendi che consente di calcolarne il valore attuale, con una crescita al tasso g rispetto al dividendo iniziale D_0 attraverso una rendita perpetua a un tasso K_e

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0(1+g)^t}{(1+K_e)^t}$$

Con P =dell'azione; g = tasso di crescita dei dividendi; K_e = tasso nominale di sconto dei dividendi; D_0 = dividendo al tempo 0. .

Considerando il limite della serie in uno scenario temporale illimitato, si ottiene:

$$P = \frac{D_1}{K_e - g}$$

Con $D_1 = E(D_0) = D_0 (1+g)$; se $g = 0$, $D_0/K_e = P$; deve sempre essere verificato che $K_e > g$.

Perciò il costo del capitale proprio K_e è pari a:

$$K_e = \frac{D_1}{P} + g$$

2.6.2 Il costo del capitale di debito

Il *costo del capitale di debito* misura il costo medio atteso dell'indebitamento, al netto dello scudo fiscale dato dalla deducibilità degli interessi passivi.

Si fa riferimento ai soli debiti finanziari, in quanto i debiti di natura commerciale non generano interessi passivi e sono compresi nell'ambito del capitale circolante netto commerciale.

Il costo del capitale di debito dipende in parte da variabili esogene (di mercato), non controllabili direttamente dall'impresa (o dal gruppo). In particolare, ai tassi di interesse di mercato, scomponibili in un tasso base privo di rischio, a cui è applicabile un premio per il rischio, che dipende dal rischio di insolvenza dell'impresa.

La variazione dei tassi di interesse di mercato agisce indirettamente anche sullo scudo fiscale, in quanto un aumento di tali tassi oltre una certa soglia può comportare un'erosione dell'imponibile fiscale dell'impresa particolarmente indebitata e che ha altri costi deducibili (ammortamenti ecc.) per importi elevati, fino al punto di non consentire una deducibilità degli interessi passivi, generando perdite fiscali utilizzabili negli esercizi successivi solo in presenza di imponibili che ritornano positivi.

I debiti finanziari esprimono una media ponderata delle diverse fonti di finanziamento, a breve e a medio-lungo termine (debiti v/banche, obbligazionisti ecc.).

Il costo del capitale di debito assume una configurazione particolare in caso di emissione di titoli ibridi, come le obbligazioni *cum warrant* o le obbligazioni convertibili o ancora le obbligazioni *callable (putable)*.

Questi titoli obbligazionari incorporano una o più opzioni, a favore dell'emittente e o dei sottoscrittori:

- il warrant è un'opzione call, negoziabile separatamente rispetto all'obbligazione cui è associato, che consente all'investitore di acquistare titoli azionari con o senza diritto di voto (in genere della società emittente) a un prezzo ed entro una data prefissati;

- l'obbligazione convertibile ha incorporata un'opzione di conversione del bond in un titolo azionario e si differenzia dall'obbligazione *cum warrant* principalmente per il fatto che l'opzione non è autonomamente negoziabile;

- le obbligazioni *callable* possono essere richiamate dall'emittente prima della scadenza di norma dopo un periodo di *call protection*. La convenienza per l'emittente a esercitare la facoltà di richiamo emerge in presenza di tassi di mercato (relativi a emissioni comparabili per grado di rischio, vita residua, ecc.) più bassi rispetto a quelli garantiti dall'emissione: per ridurre il costo del capitale di debito, l'impresa dovrà richiamare i titoli e rimetterne di nuovi a condizioni più favorevoli condizioni di mercato;

- le obbligazioni *puttable* (poco diffuse) conferiscono al sottoscrittore a facoltà di farsi rimborsare le obbligazioni prima della scadenza (la convenienza emerge specularmente quando i tassi di mercato sono più elevati di quelli del prestito).

Attraverso operazioni di ingegneria finanziaria, si può assistere a una combinazione di diverse opzioni: per esempio, le obbligazioni convertibili sono tradizionalmente assistite da un'opzione call che tutela l'emittente dopo il "periodo di grazia" della *call protection*.

Ciascuna di queste opzioni è dotata di un intrinseco valore, che si riflette sul valore del titolo in cui esse sono incorporate e quindi sul costo del capitale di debito:

- le obbligazioni convertibili riducono il costo del capitale di debito per l'emittente (costano meno, perché il sottoscrittore è attratto dalla possibilità di convertirle in azioni: il valore di tale opzione si riflette sul differenziale di interesse - e quindi di costo del capitale - tra un'obbligazione normale e un'obbligazione a essa simile ma con incorporata l'opzione di convertibilità);

- la presenza di un'opzione call incorporata (*embedded*) nel titolo aumenta il costo del capitale di debito in sede di emissione (ma lo riduce se l'opzione è esercitata, quando i tassi di mercato diminuiscono).

L'impatto delle opzioni incorporate nei titoli di debito sul costo del capitale è rilevante nei rapporti tra azionisti, creditori finanziari e altri stakeholders; l'esistenza di opzioni di convertibilità del debito in azioni altera il *trade-off* rischio-rendimento per i sottoscrittori e può incentivarli a finanziare investimenti rischiosi.

Per quanto riguarda i gruppi piramidali, appaiono rilevanti le problematiche inerenti alle obbligazioni convertibili "a cascata", in cui l'aumento di capitale di una società può servire per finanziare operazioni sul capitale che riguardano le partecipate.

2.6.3 Il costo del capitale medio ponderato

Il *costo del capitale medio ponderato* (*weighted average cost of capital, Wacc*) è la media ponderata del costo del capitale proprio e di debito.

Tale media ponderata si ottiene moltiplicando il costo del capitale proprio e di debito, per il peso che ciascuno di essi ha nella struttura finanziaria:

- $E/(D+E)$ indica la % del capitale proprio (E);
- $D/(D+E)$ indica la % del debito (D).

Sia D sia E vanno espressi a valori di mercato e non a valori contabili, dal momento che il costo del capitale misura il costo di emissione di titoli azionari e di debito che vengono classati al valore di mercato per trovare la copertura finanziaria agli investimenti.

La formula che esprime il Wacc è la seguente:

$$Wacc = Ke/(D + E) + Ki (1 - t) D/(D + E)$$

Il concetto di costo del capitale è assai importante per definire il rendimento atteso da singole categorie di portatori di interessi nei confronti dell'impresa (*stakeholders*).

Ci si limiterà a considerare in questo ambito i principali stakeholders - investitori finanziari: gli azionisti (ordinari e privilegiati o di risparmio) e i creditori finanziari suddivisibili in base a diversi criteri, quali per esempio l'estensione temporale del loro credito, a breve o a medio-lungo termine, il loro grado di protezione come creditori privilegiati o chirografari ecc.).

La formulazione estesa del Wacc è la seguente:

$$Wacc = Kev * \frac{Ev}{Dp + Dc + Ev + Env} + Kenv * \frac{Env}{Dp + Dc + Ev + Env} \\ + Kip(1 - t) * \frac{Dp}{Dp + Dc + Ev + Env} + \frac{Kic(1 - t)Dc}{Dp + Dc + Ev + Env}$$

Kev = costo dei mezzi propri con diritto di voto;

$Kenv$ = costo dei mezzi propri senza diritto di voto;

Kip = costo dei mezzi di terzi privilegiati;

Kic = costo dei mezzi di terzi chirografari;

Ev = mezzi propri con diritto di voto a valore di mercato;

E_v = mezzi propri senza diritto di voto a valore di mercato;

D_p = mezzi di terzi privilegiati a valore di mercato;

D_c = mezzi di terzi chirografari a valore di mercato.

2.6.4 Costo del capitale di gruppo e sussidi incrociati intercompany

La determinazione del costo del capitale (proprio, di debito e medio ponderato) pone delicati problemi nelle imprese multidivisionali o nei gruppi di imprese, dal momento che ci si trova di fronte al dilemma se calcolare un unico costo del capitale (pur essendo i profili di rischio anche fortemente differenziati) ovvero determinare Singoli costi del capitale per ciascuna unità.

La seconda opzione, preferibile sotto il profilo teorico, è in pratica poco utilizzata sia per l'intrinseca difficoltà di determinare i parametri nelle singole unità di business sia perché la gestione finanziaria (che sul costo del capitale ha un impatto determinante) è di norma centralizzata.

La determinazione di un unico costo del capitale di gruppo si basa sul bilancio consolidato, come base contabile per la determinazione di valori di mercato del debito consolidato e del patrimonio netto consolidato, riferibili all'intero gruppo. L'eventuale quotazione in borsa della holding agevola l'osservazione di parametri di mercato.

L'unitario costo del capitale di gruppo trae origine dai singoli costi del capitale dei quali rappresenta una media ponderata solo in assenza di benefici effetti sinergici, che invece sono, di solito, presenti a livello di gruppo: si pensi alla tendenziale riduzione dei rischi di insolvenza al crescere del profilo dimensionale o all'effetto di diversificazione che riduce la componente non sistematica del rischio.

Il divario tra singoli costi del capitale e il costo del capitale di gruppo, di norma, comporta l'emergenza di sussidi incrociati, in cui alcune imprese più efficienti e

meno rischiose di fatto sostengono, in una logica di gruppo, altre imprese o altri settori divisionali.

Tali sussidi incrociati possono comportare un pregiudizio per alcuni *stakeholders* delle società più efficienti del gruppo.

Il costo del capitale incorpora i conflitti di interessi che possono essere attraverso una comparazione con il costo del capitale di imprese comparabili, basato su valutazioni di mercato.

2.7 INTERAZIONE TRA LEVA AZIONARIA E LEVA FINANZIARIA

La leva finanziaria³⁷ (*leverage*) è rappresentata, nello stato patrimoniale delle singole società o a livello consolidato, dal rapporto tra debiti finanziari e patrimonio netto, espressi a valori contabili e idealmente rettificati per rappresentare i più probabili valori di mercato.

Nei gruppi piramidali, la leva azionaria consente di minimizzare l'esborso finanziario, da parte degli azionisti di maggioranza della holding, per mantenere controllo delle società partecipate.

L'entità della leva finanziaria ha assunto un rilievo anche sotto il con riferimento alla *thin capitalization*, mentre la leva azionaria rileva, ai fini del moltiplicatore da applicare alle partecipazioni in società i cui costi ricavi sono candidati a essere inseriti nella base imponibile consolidata.

Il patrimonio netto consolidato è suddivisibile nel patrimonio netto di gruppo (costituito dal patrimonio netto della holding, più il pro quota dei patrimoni netti

³⁷ R. MORO VISCONTI, *Le Holding, Bilancio, struttura finanziaria, fiscalità e valutazioni*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2004, pag. 252-253.

delle partecipate) e nella quota di terzi (gli azionisti di minoranza delle partecipate ed eventualmente della stessa holding).

A sua volta, il patrimonio netto di gruppo è scindibile in patrimonio netto di pertinenza degli azionisti di maggioranza della holding (in ipotesi, detentori del 51% dei diritti di voto della holding e, a cascata, della maggioranza dei diritti di voto delle partecipate) e nella quota di minoranza (a livello di holding, la quota del 49%; nella sub-holding, il 49% del 51 % = 24,99% ecc.).

Si possono individuare in un ambito di gruppo due tipologie di leva finanziaria:

1. la leva finanziaria *tout court* (rapporto tra debiti finanziari / patrimonio netto complessivo, comprensivo della quota di minoranza e della quota di terzi = d);
2. la leva finanziaria degli azionisti di maggioranza (rapporto debiti finanziari + patrimonio netto di minoranza e di terzi / patrimonio netto di pertinenza degli azionisti di maggioranza della holding = dam).

Nella seconda tipologia di leva, alcuni elementi che nella leva finanziaria *tout court* sono espressi al denominatore, sono invece riportati al numeratore, dal momento che si vuole evidenziare l'impatto della leva azionaria, utilizzata esclusivamente dagli azionisti di maggioranza della holding.

L'effetto della leva azionaria è tanto più potente quanto più ci si spinge verso la base del gruppo piramidale.

La leva finanziaria *tout court* (d) può aumentare a causa di un incremento dei debiti finanziari (Df), mantenendo invariato il patrimonio netto complessivo (E), ovvero decrementandolo o incrementandolo in misura meno che proporzionale rispetto all'aumento dei debiti finanziari.

La leva finanziaria degli azionisti di maggioranza (damag) può aumentare anche mantenendo invariato l'indebitamento finanziario (Df) e il patrimonio netto di pertinenza degli azionisti di maggioranza della holding (Eam), semplicemente ampliando la leva azionaria, con un conseguente incremento del patrimonio netto di minoranza e di terzi.

2.8 ASSET & LIABILITY MANAGEMENT INTERCOMPANY

Ovvero la sincronizzazione delle attività e passività sensibili al rischio di tasso³⁸.

Lo stato patrimoniale della holding ovvero anche lo stato patrimoniale consolidato evidenzia attività e passività che hanno una sensibilità rispetto al rischio di tasso ovvero al rischio di tasso d'interesse, quindi il rischio di tasso di cambio).

Un'analisi dell'*Asset & liability management intercompany* può consentire di rendere elastico tutto il gruppo rispetto a shock (variazioni inattese) di tassi, con un effetto positivo di stabilizzazione che si riflette sulla holding e sulle partecipate.

La rilevanza dei parametri di sensibilità può essere anche osservata nell'analisi di un *portafoglio di intermediazione*, composto sia da attività che da passività in cui l'operatore voglia eliminare o ridurre il rischio del tasso di interesse.

L'immunizzazione di portafoglio è una strategia per formare un portafoglio di attività in cui la duration corrisponda alla duration media dei flussi di debito con scadenza futura. La duration (durata media finanziaria) esprime la sensibilità del prezzo di uno strumento finanziario rispetto a variazioni dei tassi di interesse del mercato.

In assenza di specifiche condizioni, il rendimento effettivo dei titoli, anche se privi di insolvenza, può divergere da quello atteso al momento dell'acquisto, a causa di

³⁸ R. MORO VISCONTI, *Le Holding, Bilancio, struttura finanziaria, fiscalità e valutazioni*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2004, pag. 253-256.

imprevisti cambiamenti nei tassi d'interesse di mercato, rendendo l'investimento insufficiente a soddisfare il previsto flusso di esborsi.

Variazioni nella struttura dei tassi di interesse producono effetti opposti di varia natura su un investimento in titoli; un incremento (riduzione) nei tassi di natura determina infatti, da un lato, la riduzione (aumento) dei prezzi quotati, rilevanti se i titoli non siano detenuti fino alla scadenza (*price risk*) e, dall'altro, un (riduzione) dei rendimenti connessi al reinvestimento delle cedole (*reinvestment risk*).

Si può infatti verificare, in prossimità della vendita di titoli sul mercato secondaria (per onorare le passività in scadenza), un aumento dei tassi di interesse di mercato che fa diminuire il prezzo dei titoli e può creare dei flussi di cassa in entrata non sufficienti a controbilanciare quelli in uscita.

Più generalmente e indipendentemente dall'esistenza di specifici flussi di cassa, passivi, le procedure di immunizzazione sono mirate a ottenere portafogli di titoli il cui rendimento effettivo sia invariante rispetto ai mutamenti dei tassi di mercato in uno specifico orizzonte di investimento; esse tendono a garantire la realizzazione del tasso di rendimento atteso al momento dell'acquisto.

Un portafoglio composto da titoli con cedola avente una data *duration* è assimilato, sulla base di tale approccio, a un titolo senza cedola con la stessa durata residua alla scadenza, il cui rendimento alla scadenza non è influenzato da sopravvenuti mutamenti nei tassi.

Se la *duration* del portafoglio risulta infatti pari alla lunghezza del periodo di investimento programmato, un mutamento nei tassi di mercato produrrà un'inattesa variazione del valore del portafoglio al termine dell'orizzonte di investimento (*effetto prezzo*), compensata da una variazione di segno opposto nel rendimento come conseguenza al reinvestimento delle cedole (*effetto reinvestimento*). È rilevante notare che sia la *duration* sia la lunghezza residua del periodo programmato di investimento si riducono al trascorrere del tempo, ma a un tasso

differente: questo comporta la necessità di periodici ribilanciamenti, ovvero di periodici riadattamenti nella composizione del portafoglio, che si rendono necessari allorché la differenza tra duration e periodo residuo di investimento oltrepassi un valore prestabilito.

L'immunizzazione di un portafoglio contro cambiamenti nei tassi di interesse può essere effettuata, sia facendo ricorso a strategie di immunizzazione, sia investendo in titoli senza cedola con scadenza coincidente con l'orizzonte temporale dell'investimento, dal momento che i titoli senza cedola hanno una duration coincidente con la durata residua alla scadenza.

Se si considera un portafoglio obbligazionario, la sua duration può essere modificata aggiungendo ulteriori titoli, come le opzioni, i *futures* o le azioni. Purtroppo, le opzioni o i futures che si desidera detenere per modificare (di norma, aumentare) la duration del portafoglio di attività non sempre sono disponibili sul mercato. Ancor più raro che, soprattutto nel nostro paese, sono disponibili obbligazioni senza cedola a lunga scadenza, le quali sono quelle che, a parità di scadenza, hanno la duration più elevata.

Considerando in particolare gli strumenti derivati, si può far ricorso a delle opzioni o dei *futures* sintetici, che nascono dalla combinazione di due o più titoli già esistenti, attraverso un processo di ingegneria finanziaria. Per esempio, la combinazione di un'obbligazione a lungo termine con una posizione future corta rappresenta un titolo sintetico a breve quando l'obbligazione detenuta è consegnabile a fronte del future. Facendo ricorso agli sviluppi della *put-call parity*, si può creare un'opzione sintetica: per esempio, una *put option* lunga (cioè acquistata) sintetica può essere creata dalla combinazione di un titolo sottostante lungo e una call corta; una *call option* corta (cioè venduta) sintetica è invece la combinazione di un titolo sottostante corto e di una *put option* corta.

2.9 LA DIVERSIFICAZIONE DEL PORTAFOGLIO

La diversificazione di portafoglio³⁹ assume grande importanza nell'ambito delle strategie di gruppo e in particolare nelle scelte strategiche di investimento da parte delle holding che hanno eccedenze di liquidità (spesso espressione di una posizione finanziaria netta consolidata positiva) che ritengono utile investire in attività finanziarie (azioni di società quotate, obbligazioni, pronti c/ termine ecc.) esterne al gruppo. Questa strategia può rispondere a una logica contingente di "parcheggio" della liquidità in strumenti più remunerativi del c/c bancario - e in tale caso privilegia strumenti a reddito fisso a breve termine.

In caso di investimenti in titoli azionari quotati, al maggior rendimento atteso (rispetto alla liquidità o a investimenti nel reddito fisso) corrisponde un rischio più elevato che può essere opportunamente diversificato.

La diversificazione di portafoglio consente alla holding di ridurre il rischio che deriva dai propri investimenti azionari. In un portafoglio ben diversificato, ogni investimento costituirà solo una piccola parte del portafoglio stesso e perciò ogni fattore che incrementa o riduce il valore del singolo investimento avrà un impatto minimo sull'intero portafoglio.

Il rischio specifico d'impresa e di gruppo non influisce sul valore complessivo del portafoglio investito in azioni di società quotate, specie se esse sono riferibili a settori diversi dal core business di gruppo, verso il quale manifestano un basso grado di correlazione.

Pertanto la diversificazione di portafoglio non consente di ridurre il rischio mercato; le oscillazioni dei prezzi di mercato hanno infatti un impatto dello stesso segno sui diversi titoli. Ciò si verifica perché il rischio di un mercato azionario incorpora

³⁹ R. MORO VISCONTI, *Le Holding, Bilancio, struttura finanziaria, fiscalità e valutazioni*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2004, pag. 256-258.

il *country-risk* tipico di un certo paese (rischio politico ecc.), che influenza tutti i titoli.

Il rischio sistematico (domestico) può essere ulteriormente ridotto con una diversificazione internazionale, soprattutto investendo in mercati che hanno una limitata correlazione con quello di origine.

La valutazione di un titolo azionario si basa principalmente su due parametri fondamentali:

- il rendimento atteso;
- il rischio.

Nel valutare un portafoglio azionario (insieme di titoli), si considera il rischio e rendimento atteso di portafoglio e la sua composizione (percentuale investita nei singoli titoli).

L'analisi dei titoli azionari e la determinazione del loro livello di rischio e rendimento costituiscono il principio per una valutazione dell'efficacia di diversificazione di portafoglio. Il rendimento atteso di un titolo esprime l'incremento o il decremento del prezzo di un titolo azionario al tempo T1 rispetto al tempo T0. Algebricamente, il rendimento viene determinato così:

$$E(r) = (P1 - P0) / P0$$

E(r): rendimento atteso

P1: prezzo al tempo T1

T0: prezzo al tempo T0

Il rischio corrisponde alla probabilità che il rendimento effettivo sia diverso da quello atteso. In realtà, ciò che preoccupa l'investitore è il *downside risk*, ovvero la probabilità che il rendimento effettivo sia inferiore rispetto a quello atteso. Algebricamente il rischio è rappresentato dalla varianza o dallo scarto quadratico medio dei rendimenti. La varianza è la media dei quadrati degli scarti di valore osservati dalla loro media aritmetica.

Nel calcolo dello scarto quadratico medio di portafoglio utilizzata la covarianza $r_{i,j}$. La formula del coefficiente di correlazione, che è una covarianza standardizzata, è:

$$r_{i,j} = \sigma_{i,j} / (\sigma_i \times \sigma_j)$$

$r_{i,j}$: rischio di portafoglio

$\sigma_{i,j}$: covarianza del titolo i rispetto al titolo j

Il rischio di portafoglio si può suddividere in rischio sistematico (o rischio non diversificabile o di mercato) e rischio residuale (o rischio non sistematico o eliminabile con la diversificazione).

Mentre il rischio non sistematico può essere progressivamente eliminato tramite la diversificazione del portafoglio, cioè adottando un portafoglio che rispecchi il portafoglio ottimale o portafoglio di mercato, il rischio sistematico rappresenta il livello di rischio che non può essere ridotto con la diversificazione.

Il rischio sistematico o di mercato è quella parte di rischio legata all'incertezza del mercato ed è intrinseca a ogni investimento; nessun investitore è in grado di ridurre tale rischio a prescindere dal numero o dal tipo di azioni detenute.

Nell'analisi della diversificazione di portafoglio e partendo dalla considerazione che quest'ultimo è composto da un insieme di titoli, è fondamentale conoscere anche le proporzioni di ogni titolo nel portafoglio stesso e la correlazione tra singoli titoli.

Nell'ambito del gruppo, la diversificazione di portafoglio solo in parte dipende dalle considerazioni precedentemente esposte. Spesso le scelte di investimento di una holding possono essere diverse dalla diversificazione di portafoglio; potrebbero infatti dipendere da scelte strategiche del gruppo di investire in settori specifici o di rafforzare la partecipazione della holding in società già controllate o partecipate. Gli investimenti in società non quotate scontano l'illiquidità che deriva dalla mancata quotazione (*lack of marketability discount*).

2.10 FLESSIBILIA' FINANZIARIA E CAPACITA' DI INDEBITAMENTO A LIVELLO DI GRUPPO

La flessibilità finanziaria⁴⁰ di un'impresa (o di un gruppo) si può esprimere in termini di capacità di indebitamento addizionale, al fine di adattare elasticamente le risorse finanziarie a disposizione dell'impresa alle esigenze degli investimenti.

In un contesto, teoricamente, di piena efficienza allocativa dei mercati finanziari, il gruppo dovrebbe sempre essere in grado di finanziare gli investimenti che hanno un Valore Attuale Netto positivo, reperendo le risorse necessarie sul mercato; l'esistenza di imperfezioni nel mercato dei capitali rende spesso problematico l'incrocio tra domanda e offerta di risorse finanziarie e spesso sorgono problemi di *capital rationing*, fino al punto di rendere alcuni investimenti non "bancabili", in particolar modo in periodi di recessione, in cui le banche sono esposte a un rischio medio di insolvenza più elevato verso la clientela, ovvero in momenti in cui, a causa dei bassi tassi di interesse, si assottiglia la "forbice" che esprime il margine tra tassi attivi e passivi per la banca, determinando una contrazione della disponibilità a concedere crediti (*credit crunch*).

⁴⁰ R. MORO VISCONTI, *Le Holding, Bilancio, struttura finanziaria, fiscalità e valutazioni*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2004, pag. 259-262.

La disponibilità di risorse finanziarie influenza le scelte di investimento:

- se le risorse sono illimitate, tutti i progetti indipendenti e profittevoli vengono intrapresi;
- se le risorse sono limitate, sorgono problemi di *capital rationing*.

Il *capital rationing* risulta essere una tecnica diretta a ottimizzare le scelte di allocazione di mezzi finanziari tra vari progetti di investimento ed è anche una politica volta a limitare l'impiego dei capitali disponibili per gli investimenti.

Anche progetti di investimento remunerativi possono non essere realizzati a causa di limiti fissati all'allocazione delle risorse finanziarie disponibili.

Questi limiti, fissati dal management, contrastano con l'obiettivo di massimizzazione del valore di mercato dell'impresa, in base al quale tutti i progetti profittevoli devono essere intrapresi.

Il perseguimento di questi obiettivi attraverso il *capital rationing* nasce dal desiderio di:

- mantenere il controllo sull'impresa;
- limitare il ricorso all'indebitamento;
- conservare un certo profilo dimensionale.

Il concetto di *capital rationing* è assimilabile a quello di "vincolo di bilancio" utilizzato dagli economisti.

Le imprese di dimensioni più contenute e più giovani tendono ad avere maggiori problemi di *capital rationing*, in quanto meno conosciute e con minori *assets* "collateralizzabili"; qualora questi problemi, che possono dipendere anche da

inefficienze nella *corporate information* al mercato, possono essere risolti con operazioni di *venture capital*.

L'implementazione degli accordi di Basilea 2 renderà più selettivo il ricorso ai l'indebitamento bancario, con un impatto soprattutto per le piccole e medie imprese. La flessibilità finanziaria si riduce in presenza di *bond covenants* (vincoli all'ulteriore indebitamento, imposti dai creditori) che riducono la flessibilità delle imprese nelle loro decisioni riguardanti gli investimenti, i finanziamenti e i dividendi.

La flessibilità è una capacità di indebitamento potenziale e in quanto tale protegge i manager dal monitoraggio che si accompagna all'indebitamento.

I manager che devono rimborsare elevati flussi di cassa sono soggetti a un controllo costante da parte dei creditori, che limita fortemente la loro discrezionalità.

Il valore della flessibilità può essere espresso in termini di opzioni e dipende dalla disponibilità di opportunità di investimenti, dall'entità del loro rendimento e dall'incertezza del cash flow necessario a finanziarli.

Le imprese che hanno opportunità di investimenti profittevoli da finanziare con flussi di cassa non prevedibili hanno un più elevato valore della flessibilità e tenderanno a indebitarsi meno di imprese con investimenti meno profittevoli e più stabili.

Quando le imprese operano in settori divenuti maturi, hanno investimenti meno profittevoli e un autofinanziamento più elevato, accrescendo così la loro capacità di indebitamento.

In un contesto di gruppo, esistono di norma sinergie a livello finanziario e la flessibilità finanziaria consolidata è solitamente superiore alla flessibilità aggregata, ottenuta sommando la flessibilità delle singole imprese del gruppo.

Le risorse necessarie per finanziare gli investimenti di singole imprese (o di un gruppo) sono reperite con l'autofinanziamento oppure attraverso l'emissione di capitale di debito o di rischio.

La *pecking order hypothesis* è una teoria, sviluppata originariamente da Myer (1984), che si propone di descrivere la composizione della struttura finanziaria delle imprese (cioè il rapporto tra debiti finanziari e patrimonio netto, espresso dal *leverage*), in base a questa teoria, le imprese tendono a mantenere costante la loro politica dei dividendi.

In presenza di utili netti d'esercizio variabili, la stabilizzazione dei dividendi viene adattando al dividendo obiettivo il *payout* (rapporto tra dividendi pagati e utile netto); si assiste così ad un aumento del *payout* quando gli utili sono più bassi e ad una sua contrazione quando gli utili crescono. In tal modo, si ha un minore autofinanziamento nei momenti più critici, con un impatto che esaspera la congiuntura ed è potenzialmente negativo sulle strategie di investimento.

Le imprese tendono comunque a preferire l'autofinanziamento; quando esso si rivela insufficiente, le imprese tendono a emettere titoli di debito a basso rischio (poiché comportano un minor costo del capitale di debito per l'emittente), poi titoli via via più rischiosi, anche di natura ibrida (obbligazioni convertibili o *cum warrant* ecc.) e infine capitale di rischio.

Le imprese che hanno una redditività limitata o negativa non hanno disponibilità per autofinanziarsi (se il margine operativo lordo è negativo), possono indebitarsi solo a condizioni particolarmente onerose (perché hanno un profilo di rischio elevato, soprattutto in assenza di *assets* "collateralizzabili") e se emettono titoli azionari devono praticare uno sconto (rispetto al prezzo di equilibrio in condizioni di redditività soddisfacente e in linea con la media del settore o del mercato), al fine di garantire una remunerazione adeguata ai nuovi azionisti sottoscrittori, misurata

in via differenziale come premio per il rischio addizionale (*excess return*) rispetto a titoli *benchmark* che si trovano in equilibrio e sono comparabili.

L'emissione di nuovi titoli azionari, soprattutto se a prezzo scontato (che si riflette su un limitato sovrapprezzo rispetto al valore nominale) oppure la vendita di titoli dai vecchi ai nuovi azionisti, diluisce la partecipazione dei vecchi azionisti e può comportare la perdita del controllo.

L'indisponibilità di un adeguato autofinanziamento e la difficoltà a classare sul mercato titoli di debito per le imprese con redditività inadeguata lasciano spesso come unica ipotesi l'emissione di capitale di rischio, pur nella sua residualità di "third best", che è sancita anche dalla *pecking order hypothesis* sopra descritta. L'interpretazione che qui prevale al fine di descrivere la riluttanza degli azionisti di riferimento ad autorizzare l'emissione di capitale di rischio è proprio quella legata alla diluizione della partecipazione, soprattutto se in misura tale da fare perdere il controllo. Può quindi sorgere un conflitto tra l'interesse della società a reperire risorse per finanziare investimenti profittevoli e l'interesse personale degli azionisti di riferimento a voler preservare il loro *status*.

Se il danno potenziale per gli azionisti di riferimento, che deriva dalla perdita del controllo e dei benefici privati a esso associabili, è superiore rispetto alla redditività addizionale, di competenza di tali azionisti, derivante dal progetto di investimento finanziato con l'aumento di capitale, allora esiste in capo a tali azionisti un disincentivo ad aprire il capitale a nuovi soci esterni.

Gli stessi soci (potenziali) esterni possono avere timore a entrare nella compagine societaria se anche dopo l'aumento essi rimarranno in minoranza, dal momento che ciò riduce l'appetibilità della loro partecipazione, in caso di successiva rivendita, e non consente loro di accedere ai benefici privati del controllo.

Esistono poi asimmetrie informative tra vecchi e nuovi azionisti in caso di emissione di nuove azioni, descritte nel modello di Myers, Majluf (1984).

Quando l'impresa da finanziare è inserita in un gruppo piramidale, la flessibilità finanziaria e la capacità di indebitamento tendono a crescere, per un insieme di vari motivi:

- gli azionisti di riferimento possono diluire la loro partecipazione di controllo non solo nella holding ma anche nelle controllate, utilizzando la leva azionaria che consente di mantenere a cascata il controllo in tutte le società del gruppo; si riduce in tal modo il disincentivo degli azionisti di riferimento a finanziare nuovi investimenti che comportino una diluizione della quota strategica delle loro partecipazioni;

- la capacità di indebitamento cresce all'aumentare del profilo dimensionale, reso possibile passando da singole imprese ad aggregazioni in forma di gruppo;

- i singoli investitori possono indirizzarsi verso un sottoinsieme di attività, posseduto da una singola società, ritenuto molto appetibile, invece che limitare la propria scelta a un'unica impresa;

- l'autofinanziamento proveniente da imprese finanziariamente solide, e che operano in settori maturi con bassi tassi di crescita e scarse opportunità di effettuare investimenti a elevato valore aggiunto, può essere dirottato verso altre imprese del gruppo caratterizzate da forti tassi di crescita, largamente superiori all'autofinanziamento.

I motivi poc' anzi evidenziati possono rendere conveniente la creazione di società *ad hoc*, inserite all'interno di un gruppo, al solo fine di rendere possibile o più conveniente il finanziamento di progetti di investimento non necessariamente della

società che raccoglie le fonti di finanziamento. Le sinergie finanziarie conseguibili a livello di gruppo sono peraltro più limitate di quanto possa trasparire.

La diversificazione del rischio resa possibile da un portafoglio di società inserite in un gruppo rappresenta una duplicazione di quanto i singoli investitori possano fare da soli, a costi spesso più limitati. Per esempio, invece che investire in una holding che controlla due società che producono, rispettivamente, elettrodomestici e calzature, gli investitori possono investire direttamente in tali società (o in altre operanti negli stessi settori). L'utilizzo della leva azionaria può comportare pregiudizi per gli azionisti di minoranza e i creditori. Anche il travaso di autofinanziamento da una società all'altra, all'interno di un gruppo, è reso possibile dai sussidi incrociati, che possono fare insorgere conflitti di interessi tra *stakeholders* di diverse società.

2.11 ALLOCAZIONE DEL DEBITO NEI GRUPPI PIRAMIDALI

Ci si chiede se è meglio concentrare il debito nella holding o suddividerlo tra le società piramidali⁴¹.

Nei gruppi piramidali, il capitale raccolto a titolo di fonte di finanziamento per gli investimenti proviene:

- dagli azionisti di riferimento della holding (*controlling shareholders*), in misura da garantire come minimo il controllo sull'intero gruppo e quindi minimizzando l'esborso attraverso uno sfruttamento della leva azionaria;

⁴¹ R. MORO VISCONTI, *Le Holding, Bilancio, struttura finanziaria, fiscalità e valutazioni*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2004, pag. 263-264.

- dagli azionisti di minoranza (nella holding e/o nelle controllate), che sottoscrivono la parte rimanente del capitale di rischio, con un esborso complessivo solitamente superiore a quello degli azionisti di riferimento, anche se ripartito in modo meno efficiente e mai in misura tale da consentire il controllo;

- dai terzi finanziatori (banche, obbligazionisti ecc.).

Un'analisi delle diverse alternative possibili in tema di allocazione dei debiti finanziari⁴² (centralizzata in capo alla holding, che poi ripartisce le risorse tra le società operative, attraverso un *cash pooling*, ovvero direttamente presso le singole società operative) deve tenere conto di diversi elementi e interessi, anche in ipotetico conflitto, tra i differenti stakeholders sopra menzionati (azionisti di maggioranza, di minoranza e terzi finanziatori):

- i flussi di cassa in entrata per ripagare i debiti si formano direttamente in capo alle società operative e solo successivamente risalgono alla holding (attraverso dividendi, pagamenti di *management fees* o *royalties* ecc.);

- se l'indebitamento è concentrato in società operative in cui l'azionista di riferimento ha minimizzato il proprio investimento, ricorrendo alla leva azionaria, gran parte del rischio dell'indebitamento grava sugli azionisti di minoranza;

- la responsabilità limitata della holding verso le controllate, le consente di liquidarle o al limite anche di lasciarle fallire se vanno male, continuando l'attività nel segmento sano del gruppo piramidale e isolando le *bad companies*, anche al fine di evitare un contagio sistematico intercompany;

⁴² Si veda Bianco, Nicodano (2002).

- se il debito è concentrato nelle società operative, può poi facilmente entrare in circolo ed essere allocato in altre società, con un'eventuale distrazione di risorse a danno dei soci di minoranza (che si tutelano con mutui di scopo, finalizzati a finanziare specifici investimenti o con altri *bond covenants*); alcuni recenti e gravi scandali si basano anche essenzialmente su distrazioni di fondi da società sane a società in difficoltà o addirittura estranee al gruppo;

- l'allocazione del debito nelle società operative e l'insorgenza di asimmetrie informative (il socio di maggioranza ha informazioni privilegiate sull'andamento del gruppo che non sono disponibili né per i soci di minoranza né per i terzi finanziatori) comporta l'emersione di problematiche di *moral hazard*, che spinge i terzi finanziatori a chiedere interessi più elevati, comprensivi di un adeguato premio per il rischio;

- se invece l'indebitamento di gruppo è concentrato nella holding, i soci di maggioranza non sfruttano la leva azionaria e in presenza di società operative che vanno male, l'insolvenza contagia anche la holding, in quanto è tale società a essere esposta nei confronti delle banche; in questa fattispecie, i terzi finanziatori (anche i soci di minoranza delle società operative) sono più tutelati e richiederanno un minor premio per il rischio, contribuendo a ridurre il costo del capitale di gruppo e trasferendo parte del rischio sugli azionisti di riferimento, che hanno in tal caso minori incentivi a utilizzare le asimmetrie informative;

- l'allocazione delle risorse finanziarie è più efficiente nei gruppi⁴³ rispetto alle società *stand alone*, in quanto essi hanno incentivi di monitoraggio e un coordinamento di gruppo che razionalizzano l'utilizzo delle risorse;

⁴³ GERTNER, SHARFSTEIN, STEIN (1994).

- la richiesta di garanzie da parte dei terzi finanziatori può consentire di superare problemi di *capital rationing* (razionamento delle risorse messe a disposizione dai creditori finanziari) e tende a rimescolare le carte: se si indebitano le società operative ma le garanzie le dà alla holding, che risponde dell'eventuale insolvenza della società operativa; in tale contesto, gli azionisti di maggioranza non riescono a sfruttare la leva azionaria, anche se il debito è in capo alle società controllate;

- l'indebitamento solitamente tende a disciplinare il management in quanto è sottoposto a vincoli derivanti dalla necessità di rimborsare i debiti, che delimitano chiaramente la sua discrezionalità nell'utilizzo dei flussi di cassa; il monitoraggio dei creditori finanziari sul management risulta essere efficace se la proprietà è separata dal controllo, ovvero nelle *public companies* ad azionariato diffuso, mentre nei gruppi piramidali il monitoraggio sul management è esercitato dagli azionisti di maggioranza; il controllo dei creditori sul management assume un'importanza secondaria nei gruppi piramidali, che aumenta solo se il monitoraggio degli azionisti è meno intenso, ad esempio in società interamente controllate o dove il controllo è più diluito, cioè nelle società più lontane dalla holding.

Capitolo 3 – LE ALTERNATIVE ALLE HOLDING DI PARTECIPAZIONE

3.1 IL TRUST

Il *trust*⁴⁴ è un istituto giuridico che ha origine anglosassone e che si sta diffondendo anche in paesi come l'Italia e altri paesi dell'Europa continentale⁴⁵.

Sono rilevanti i collegamenti tra trust e società holding specie se il gruppo è ramificato a livello internazionale. Tra le finalità del trust, rilevano importanza la gestione dei patti di sindacato, l'investimento congiunto in una società, il controllo di un gruppo, il mantenimento di un patrimonio familiare coeso nel tempo.

Il trust può essere utilizzato come strumento per assicurare ai beneficiari:

- la continuità: i beneficiari possono cedere e assegnare la proprietà a un *trustee*, pur rimanendo loro a essere "informalmente" proprietari dei beni ceduti, salvaguardando il trasferimento dei beni in caso di morte del beneficiario ed evitando il pagamento di imposte (di successione ecc.);

- l'anonimato: i beneficiari non compaiono mai come proprietari e non sempre si può desumere il loro nome dall'atto di costituzione del trust⁴⁶.

Gli attori fondamentali di un trust sono generalmente tre: il *settlor*, il *trustee* e il beneficiario.

Il *settlor* (o disponente), la persona che costituisce il trust, è colui che istituisce tramite dichiarazione espressa di volontà o per testamento un trust volontario o espresso (*voluntary* o *express trust*) oppure testamentario (*trust mortis causa*).

⁴⁴ R. MORO VISCONTI, *Le Holding, Bilancio, struttura finanziaria, fiscalità e valutazioni*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2004, pag. 44-50.

⁴⁵ BARTOLI (2001).

⁴⁶ Si veda D'AREZZO (2000), pag. 32.

Il *trust* può essere implicito (*implicit trust*) se il disponente non ha una volontà manifesta di costituzione del trust, ma l'intento si può desumere interpretando la sua volontà in base a documenti o a suoi comportamenti successivi.

Nel caso di trust legale o giudiziario (*legal o judicial trust*) è un giudice a costituire il trust, in ottemperanza a precise disposizioni legali (*statutory trust*) o perché lo ritiene necessario viste le circostanze. Per fare degli esempi di trust legale o giudiziario, basti ricordare il caso di un minore che riceva in eredità un enorme patrimonio (viene in questo caso istituito il cosiddetto *constructive trust*).

Il *resulting trust* può avere origine da una disposizione normativa quando, per esempio, in seguito a una compravendita di un bene immobile, la trascrizione avviene a nome di un terzo diverso da colui che ha versato il prezzo di acquisto. Qualsiasi tipologia di classificazione che venga fatta del trust, risulta sempre da un'analisi della giurisprudenza, essendoci una volontà manifesta sia del legislatore come dei giudici di non definire delle categorie tipiche e precise al fine di non ostacolare la possibilità di diversificazione e crescita dell'istituto e la sua adattabilità al mutamento dell'ambiente socio-economico esterno.

Se il *settlor* decide di sua volontà di costituire un trust, questo è validamente posto in essere da un *trust deed* (dichiarazione di affidamento), che prende la forma di un *settlement deed*, firmata da lui stesso, o di una *declaration of trust*, in cui è il *trustee* cioè chi viene incaricato di gestire i beni del trust che prende atto della volontà del *settlor* senza peraltro citarlo o chiamarlo in causa con una firma di ratifica. Elemento essenziale perché si possa parlare di trust è il trasferimento della proprietà del bene in trust al *trustee*. Se è necessario un regime di pubblicità per rendere inopponibile il passaggio di proprietà ai terzi, è importante che sia chiaramente indicato che non si tratta di un'alienazione ordinaria, ma di una proprietà dell'individuo o della società designata nella sua qualità di *trustee* di un determinato trust.

Il *settlor* deve sempre essere maggiorenne, oppure può essere un minore emancipato, capace di intendere e di volere e solvibile nel breve e nel medio periodo.

Il beneficiario, invece può essere anche un minore portatore di un handicap, cui il genitore ha voluto assicurare il benessere economico affidando la gestione del patrimonio al *trustee*.

Il *settlor* può lasciare delle indicazioni, anche dettagliate sull'amministrazione del patrimonio o sui criteri di scelta del beneficiario nella "lettera dei desideri" (*letter of wishes*).

Questa lettera pur non incidendo sulla discrezionalità finale del *trustee*, che rimane in ogni caso il solo responsabile dei patrimoni che gli sono stati affidati, può tuttavia influenzarne le decisioni.

Intanto il *trustee* non essendo necessariamente un esperto in strategie d'investimento, può accettare dei consigli in merito alla gestione o alla destinazione finale dei beni.

Il *trustee* può essere nominato sia da un'espressa disposizione contenuta nel *trust deed* o nella *declaration of trust*, sia da un atto separato di nomina, sia da un atto del tribunale.

L'accettazione da parte del *trustee* può essere espressa oppure *facta concludentia*, e cioè ricavata dal compimento di attività o comportamenti volti alla realizzazione delle finalità del trust.

Il *trustee* diventa proprietario dei beni in seguito a una donazione (*trust inter vivos*) o un testamento (*trust mortis causa*) e deve amministrarli o per sempre nel trust irrevocabile oppure temporaneamente, nel trust revocabile, con l'obbligo di preservarli, farli fruttare nell'interesse del beneficiario e di consegnargli la proprietà ad una data prefissata.

Nel trust revocabile, il *settlor* potrebbe anche prevedere di rientrare in possesso dei suoi beni, ma, in quest'ultimo caso, si ricorre il rischio di contravvenire allo spirito del trust stesso.

Anche lo stesso *trustee* può essere il beneficiario del trust a condizione che non sia l'unico e che all'amministrazione del trust partecipino altri *trustees*.

Il *trustee* è pieno proprietario dei beni e, nell'esecuzione dell'incarico affidatogli, deve agire in buona fede seguendo gli scopi e gestendo i beni con prudenza e correttezza, senza alcun obbligo di dover chiedere pareri o consigli sia al *settlor* sia ai beneficiari.

Quando si hanno più *trustees* essi devono sempre operare insieme ed è consigliabile che il *settlor* detti le regole per risolvere eventuali conflitti.

Se è previsto dall'atto istitutivo del trust, il *trustee* può nominare con una procura speciale un terzo per la realizzazione di determinati atti, per un periodo limitato, e in ogni caso il *trustee* è responsabile degli atti compiuti dal delegato.

Il *trustee* è responsabile anche se non investe per periodi troppo lunghi gli utili del trust e può essere esonerato da responsabilità se abbia agito seguendo le disposizioni legali e con l'accordo di tutti i beneficiari, per causa di forza maggiore, per essere giustificabili, per evitare violazioni di legge e se, per il compimento di uno specifico atto, anche in contrasto con le finalità del trust o con l'interesse dei beneficiari abbia ottenuto un'autorizzazione preventiva di un giudice.

Il *trustee* può essere revocato dal *settlor*, dal *protector* e rimpiazzato seguendo le modalità previste dal *trust deed* con un altro *trustee*, o dal giudice, soprattutto nel caso di un comportamento inerte o eccedente i poteri conferiti. Se invece sorgono dei conflitti di interesse in capo al *trustee* nei confronti della sua missione nel trust, egli dovrebbe in generale astenersi dall'operare e chiedere la sua sostituzione seguendo le norme dettate dal *trust deed*.

A differenza del *settlor*, che deve avere delle caratteristiche specifiche, chiunque può essere beneficiario di un trust, anche se incapace o portatore di handicap, senza distinzione di sesso, razza, religione e lingua.

Per tutta la durata del trust, i beneficiari avranno solamente un diritto di aspettativa nei confronti del *trustee*, che è cedibile e rinunciabile.

Il beneficiario può esperire un'azione giudiziaria contro il trustee per chiederne la sostituzione o la cessazione del trust e la ripartizione del patrimonio di comune accordo.

I beneficiari possono essere distinti fra coloro che sono solamente destinatari del reddito o di qualunque beneficio ottenibile dal trust (che non deve necessariamente essere una rendita in denaro, ma può consistere anche nel comodato gratuito di un immobile) e quelli che alla scadenza o cessazione del trust rientreranno in possesso dei beni, che probabilmente non avranno subito delle modifiche rispetto a quelli originari.

Il beneficiario, peraltro, non è un elemento indispensabile, poiché un trust potrebbe avere uno scopo preciso.

Tra le figure rilevanti nello schema del trust, vi è, infine, il *protector*, che il *settlor* può nominare qualora lo ritenga opportuno.

Il *protector* consiste in un uomo di fiducia del *settlor* che ha l'incarico di vigilare sull'amministrazione dei *trustee*, tra i quali si possono citare la possibilità di cambiare la strategia di investimento dei beni del trust.

Il *protector* può anche avere il potere di sostituire il *trustee*, qualora quest'ultimo si rilevi un cattivo amministratore, soprattutto quando il beneficiario sia impossibilitato ad agire in giustizia, perché incapace o disabile, o non esista proprio come avviene nel trust di scopo.

Infine, al *protector* potrebbe essere anche conferito un potere di direzione che gli permetta di verificare se l'operato del *trustee* rispecchia le indicazioni fornite nella *letter of wishes* (lettera dei desideri).

Ultimo elemento molto importante del trust è la sua durata.

È dibattuto se il trust possa essere costituito senza un limite temporale, oppure se un termine debba forzatamente essere stabilito.

La dottrina propende, però, per questa seconda possibilità, poiché mettendo una durata al trust si vuole evitare che i beni di cui il *trustee* non ha solo il possesso, ma anche la proprietà, non giungano mai nella disponibilità del beneficiario finale del trust.

Quindi solitamente il termine del trust è rappresentato dal raggiungimento di un limite imposto da norme di legge, oppure dallo scadere del termine che è stato apposto dal disponente, che può essere fisso (alla determinata data) oppure può essere rappresentato dal verificarsi di un determinato evento (come, per esempio, dal raggiungimento della laurea da parte del beneficiario del trust).

Alla cessazione del trust, i beni diventano di proprietà dei beneficiari che sollevano il *trustee* da ogni obbligo e responsabilità future relative al trust stesso.

La principale differenza fra il trust tradizionale inglese e il trust internazionale si riscontra nel fatto che alla base del trust internazionale non vi è una fonte giurisprudenziale, della quale peraltro vengono accettati i principi, quanto piuttosto una precisa codificazione legislativa.

Questo *corpus* di norme viene comunemente definito come "modello internazionale" di trust, che si rifà a quello tradizionale inglese in precedenza descritto.

In tema di differenze fra trust inglese e trust internazionale, valgano le seguenti considerazioni di sintesi.

Il modello inglese non consente il trust di scopo se non nell'ambito dei *charitable trusts*, mentre in molte delle giurisdizioni che accettano l'istituto giuridico del trust⁴⁷, si trovano esempi di *non charitable purpose trusts*, che essendo privi di beneficiari, necessitano per la loro validità della presenza di un *enforcer*, ossia di qualcuno che sia incaricato di controllare il *trustee*, non esistendo specifici organismi pubblici destinati a questo compito.

Inoltre, nel modello inglese il *trustee* è illimitatamente responsabile con tutto il suo patrimonio nei confronti dei terzi per le obbligazioni che assume nella sua veste di *trustee*, fatta salva la possibilità di rivalersi sui beni del trust. Al contrario, nel trust internazionale il *trustee* è tenuto indenne dalle richieste dei terzi.

Peraltro in molte giurisdizioni viene richiesto che almeno uno dei trustees sia un residente locale autorizzato a svolgere quest'attività in maniera professionale e sottoposto a un controllo da parte del Governo locale.

Questo pone il problema che il *settlor* potrebbe richiedere uno o più *trustees terzi* che potrebbero avere divergenze di opinioni con il trustee locale circa la gestione del *trust fund*. In questo caso, alcune giurisdizioni prevedono la possibilità di avere *managing trustee* incaricato della gestione, oppure tre *trustees* che decidono a maggioranza.

Un' altra importante differenza fra il trust inglese e i trusts internazionali risiede nel fatto che mentre in Inghilterra non vi è alcun obbligo di registrazione del trust, con la sola eccezione dei *Charity trusts*, in molte legislazioni che prevedono il trust internazionale la registrazione è necessaria per la validità stessa del trust e per accettare chi siano i trustees.

⁴⁷ Si riporta un elenco di alcuni Paesi che hanno introdotto la normativa sul trust internazionale: Anguilla, Antigua, Bahamas, Barbados, Barbuda, Brunei, Cipro, Dominica, Gibilterra, Grenada, Guernsey (Isole del Canale), Hong Kong, Isola di Man, Isola Maurizio, Isola Monserrat, Isola Cayman, Isole Cook, Isole Samoa Occidentali, Isole Vergini britanniche, Jersey (Isole del Canale), Labuan, Malta, Nauru, Nevis, Niue, Saint Vincent e Granadine, Seychelles, Vanuatu.

Un'ulteriore importante differenza riguarda la durata del trust. In Inghilterra inizialmente la durata del trust riguardava il lasso di tempo entro il quale i beneficiari dovevano rientrare in possesso del *trust fund*. In un secondo tempo la legge ha introdotto un periodo di ottanta anni dalla data di istituzione del trust.

Nei trusts internazionali, invece, la durata parte sempre dalla data di istituzione ed è solitamente compresa fra gli 80 anni (Bahamas) e i 150 anni (Isole Cayman). In certi casi, la durata del trust può anche essere perpetua.

Per quanto riguarda l'applicabilità del trust alla disciplina sulle società, nel mondo anglosassone è assai frequente il ricorso a questo particolare istituto giuridico quando si devono realizzare operazioni straordinarie sull'assetto di una o più società, per la cui riuscita è richiesto, per periodi di tempo abbastanza lunghi, l'accordo di tutti gli intervenienti senza possibilità di defezioni, che potrebbero ostacolare o addirittura compromettere l'operazione.

Un primo esempio è rappresentato dalla fusione di due gruppi societari. Infatti nel caso in cui due gruppi industriali decidano di fondersi (essendo strutturati in maniera piramidale con due holding di testa), risulta meno onerosa e complessa, anche se non molto rapida, la fusione di queste.

Per evitare che nel corso dell'operazione l'azionariato, soprattutto di minoranza, possa causare dei problemi, tutti gli azionisti possono cedere le loro azioni a un trust, il cui *trustee* è solitamente il professionista o uno studio professionale esperto operazioni straordinarie, che sarà incaricato di portare a termine la fusione dei due gruppi di società con la conseguente creazione di un gruppo unitario e poi rimettere ai beneficiari-azionisti le azioni della nuova entità giuridica così creata nelle proporzioni stabilite.

In questo modo, tutte le operazioni in itinere vengono poste sotto l'unica regia del *trustee*, che ha pieni poteri.

Al fine di salvaguardarsi da una cattiva gestione delle loro società, gli azionisti possono nominare uno o più *protector*, con il compito di vigilare sulla corretta esecuzione del compito che gli è stato assegnato.

Un altro esempio di utilizzo del trust nel mondo societario e delle holding può essere individuato per la difesa contro le scalate ostili.

In questi casi, proprio per mantenere compatta la compagine azionaria e rimediare a un'eventuale incapacità del consiglio di amministrazione di far fronte a una scalata di un gruppo quotato in un mercato regolamentato, la costituzione di un trust e la nomina di uno o più *trustees* specializzati in materia di scalate societarie, adeguatamente forniti di mezzi finanziari per contrastare l'attacco, assicurano che non vi saranno defezioni nella compagine azionaria di riferimento durante tutto lo svolgimento del tentativo di scalata.

CONCLUSIONI

Finora sono state analizzate le *holding*, partendo da una visione più generale di definizioni e nozioni fino ad arrivare ad una visione più approfondita della loro gestione finanziaria.

Il gruppo di imprese, inteso come manifestazione moderna della struttura economica di grandi dimensioni; da una parte per soddisfare il proprio fabbisogno finanziario complessivo realizza un effetto leva sia del capitale di rischio sia del capitale di credito grazie alla verticalizzazione delle partecipazioni. Mentre dall'altra parte, essendo la holding la capogruppo, quale strumento di sintesi della unità economica delle imprese controllate, grazie alla sua funzione di coordinamento realizza un'efficiente riallocazione delle risorse interne del gruppo promuovendo uno scambio interno di flussi finanziari che trova giustificazione economica nella conoscenza del potenziale di crescita dei progetti di investimento delle singole imprese.

A queste funzioni fondamentali, rilevanti sia per lo sviluppo del contesto economico-sociale sia per perseguire le finalità imprenditoriali prefissate, si aggiungono altre funzioni che arricchiscono e completano il significato e la figura del gruppo. Funzioni di coordinamento e di armonizzazione della gestione delle singole imprese, di pianificazione degli obiettivi delle politiche operative, delle strategie e delle strutture organizzative, di composizione ad unità dell'operare complessivo, di aiuto tecnico e professionale delle singole unità, di mobilitazione di tutte le forze e risorse personali interne.

In pratica, il gruppo offre alle singole unità le opportunità e le condizioni per beneficiare della grande dimensione e consente di potenziale e opportunità molto

più ampia di quanto possano realizzare singolarmente le imprese stesse con le loro forze.

Inoltre, il gruppo facilita l'espansione internazionale dell'imprenditorialità interna, proiettando e promuovendo la costituzione di unità finanziarie aventi lo scopo di ampliare oltre i confini nazionali l'immagine del gruppo e di accedere alle risorse finanziarie a vantaggio dell'attività finanziaria complessiva.

BIBLIOGRAFIA

BARTOLI (2001).

BAUDINO A., FRASCINELLI R., ‘‘Il nuovo modello di S.r.l. – Nuove opportunità di impiego per gli operatori economici’’, in E-dispensa Map, supporto didattico alla diretta MAP dell’8 aprile 2004.

Cass. 9/8/2002, n.12113.

Comma aggiunto dall’art. 21, D. Lgs 4 agosto 1999, n.342.

Comma aggiunto dall’art. 211, D. Lgs. 24 febbraio 1998, n.58, a decorrere dal 1° luglio 1998.

Comma aggiunto dall’art. 64, D. Lgs. 23 luglio 1996, n.415.

Comma così modificato dall’art. 20, D. Lgs. 4 agosto 1999, n.342.

Comma così modificato dall’art. 64, D. Lgs. 23 luglio 1996, n.415.

Comma così sostituito dall’art. 20, D. Lgs. 4 agosto 1999, n.342.

D.M. 13 marzo 1996 e Provv. Banca d’Italia 26 giugno 1996 di applicazione del presente comma.

D.M. 2 aprile 1999.

DI TORO P., op. cit., pag. 151.

DI TORO P., Sul governo dell’azienda di gruppo, CEDAM, Padova, 2004, pag.142.

DONNA G., ‘‘La creazione di valore delle holding’’, in Rivista AIAF, 2004, fascicolo 52, supplemento 120, pag.8.

- FELLINE V., VEDANA F., op. cit, pag. 11.
- FELLINE V., VEDANA F., Patrimoni, EGEA, Milano, 2007, pag.81.
- GALEOTTI C., Il ruolo della funzione finanziaria nella gestione d'impresa, Giappichelli, Torino, 2000.
- GALGANO F., op. cit., pag. 184.
- GALGANO F., Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell'Economia, vol. XXIX, tomo primo, CEDAM, Padova, 2004, pag. 177.
- GERTNER, SHARFSTEIN, STEIN (1994).
- HOLZMILLER E., REBECCA G., Gruppi societari e holding, Il Sole 24 Ore, Milano, 2008.
- MIGNOLI A., "Società e giurisprudenza", in Rivista delle Società, 1964, pag. 532.
- MORO VISCONTI R., Le Holding, Bilancio, struttura finanziaria, fiscalità e valutazioni, Il Sole 24 Ore, Milano, 2004, pag. 245-252.
- MORO VISCONTI R., Le Holding, Bilancio, Struttura finanziaria, fiscalità e valutazioni, Il Sole 24 Ore, Milano, 2004, pag. 89.
- MORO VISCONTI R., Le Holding, Bilancio, struttura finanziaria, fiscalità e valutazioni, Il Sole 24 Ore, Milano, 2004, pag. 206-213.
- MORO VISCONTI R., Le Holding, Bilancio, struttura finanziaria, fiscalità e valutazioni, Il Sole 24 Ore, Milano, 2004, pag. 222-227.
- MORO VISCONTI R., Le Holding, Bilancio, struttura finanziaria, fiscalità e valutazioni, Il Sole 24 Ore, Milano, 2004, pag. 237-243.

MORO VISCONTI R., Le Holding, Bilancio, struttura finanziaria, fiscalità e valutazioni, Il Sole 24 Ore, Milano, 2004, pag. 252-253.

MORO VISCONTI R., Le Holding, Bilancio, struttura finanziaria, fiscalità e valutazioni, Il Sole 24 Ore, Milano, 2004, pag. 253-256.

MORO VISCONTI R., Le Holding, Bilancio, struttura finanziaria, fiscalità e valutazioni, Il Sole 24 Ore, Milano, 2004, pag. 256-258.

MORO VISCONTI R., Le Holding, Bilancio, struttura finanziaria, fiscalità e valutazioni, Il Sole 24 Ore, Milano, 2004, pag. 259-262.

MORO VISCONTI R., Le Holding, Bilancio, struttura finanziaria, fiscalità e valutazioni, Il Sole 24 Ore, Milano, 2004, pag. 263-264.

MORO VISCONTI R., Le Holding, Bilancio, struttura finanziaria, fiscalità e valutazioni, Il Sole 24 Ore, Milano, 2004, pag. 44-50.

MORO VISCONTI R., Le holding, Il Sole 24 Ore, Milano, 2004, pag. 329.

MORO VISCONTI R., op. cit., pag. 50.

MUCCIARELLI G., 'Holdings, società finanziarie e art.19 della legge 7 giugno 1974, n.216, in Rivista delle Società, 1985, pag. 895-975.

MUCCIARELLI G., op. cit., pag. 933.

Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma, a cura della Commissione di Diritto Societario.

PEPE F., Holdings, gruppi e bilanci consolidati con appendice sulle strutture di alcuni importanti gruppi italiani, Giuffrè, Milano, 1968, pag.39.

Per approfondimenti si veda Bini (1984).

Per approfondimenti, si veda: Occasi (2002); Nessi (2000); Daccò (2002).

PETIX L., Aspetti della gestione finanziaria dei gruppi, CEDAM, Padova, 1979.

Punto 2 della Circ. Min. Tesoro n. 1 del giugno 1992.

QUARTARO 1995, CAPROGLIONE 1994.

RORDORF R., Commentario al Codice Civile, art. 2452, pag. 2810.

SCOGNAMIGLIO G., Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società, Giappichelli, Torino, 1996, pag.21.

Si veda Bianco, Nicodano (2002).

Si veda D'AREZZO (2000), pag. 32.

TRENTINI C., "Qualità della holding ed assoggettabilità a fallimento", in Il Fallimento, n.6, 2003, pag. 616.