

CONSIGLIO NAZIONALE  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI

**GLOSSARIO TEMATICO DELLA FINANZA**

Guida pratica e spunti di riflessione per la Professione

A cura della  
Commissione finanza innovativa e nuovi orizzonti professionali

*Consigliere delegato*

Marcello Danisi

*Presidente*

Francesco Renne

*Segretario*

Marcella Galvani

*Componenti*

Emilio Cardosi

Luigi Alfredo Carunchio

Fabrizio Copaloni

Erik Giarratana

Giuseppe Laurino

Luciano Lombardo

Pietro Marchetti

Giovanni Sgura

*Ricercatore – Istituto di ricerca  
dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili*

Elisa Sartori

MARZO 2009



## GUIDA ALLA LETTURA

Cari Colleghi,  
presentare questo lavoro non è un'impresa facile.

Nelle prime pagine di un documento, normalmente, si dovrebbe spiegare cosa "è", qual è il vero "obiettivo", qual è la valenza per tutti noi, ma... forse, in questo caso, è più facile iniziare da cosa "non è": non è un libro, non è un dizionario, men che meno esaustivo, non ha la pretesa di essere dogmatico, non è costruito per il compiacimento dei Colleghi che lo hanno preparato.

Quello che abbiamo cercato di fare è uno strumento di servizio, work in progress: sia per i non addetti ai lavori del mondo della finanza e sia per chi, invece, già affrontando quotidianamente questo linguaggio per "iniziati", volesse comunque farsi coinvolgere dal tentativo – vero obiettivo della Commissione Finanza Innovativa e Nuovi Orizzonti Professionali – di sensibilizzare la nostra Categoria su questi temi, sui problemi che ne derivano, sull'importanza per la Nostra Professione di saper capire, interpretare, proporre soluzioni nell'interesse della nostra clientela e della nostra economia.

Già, un semplice volumetto, per di più fatto di terminologia astrusa e contenente solo poche tesi di discussione, non basta a perseguire gli obiettivi dichiarati! Infatti, lo spirito del presente lavoro è proprio quello di voler costituire un semplice punto di partenza, l'inizio di un percorso da affrontare assieme, collaborando – a tutti i livelli, Commissioni di studio, Ordini locali, rappresentanti nazionali di Categoria e semplici iscritti – nel costruire una sensibilità comune, condivisa, consapevole del ruolo che la Professione può svolgere nell'ambito della finanza.

Lasciamo alle pagine che seguono il compito – un po' innovativo anche nella forma, oltre che nei contenuti – di stimolare ragionamenti, discussioni e proposte che volentieri raccoglieremo se solo vorrete segnalarcele all'indirizzo email [commissionefinanzainnovativa@cndcec](mailto:commissionefinanzainnovativa@cndcec), avvertendovi soltanto che a volte le premesse si rivelano, a chi sa cogliere le sfumature, forse più importanti del contenuto in sé.

Qui Vi segnaliamo solo alcune piccole "istruzioni per l'uso":

– le premesse cercano di evidenziare con argomentazioni razionali la nostra convinzione – e il nostro malcelato entusiasmo – che nell'ambito delle tematiche finanziarie, anche al di là dell'importanza "in sé" dei temi a queste connessi, esistono spazi di lavoro per la Nostra Professione, a vari livelli e in vari ruoli;

– le tesi proposte sono il frutto di alcuni ragionamenti sull'uso "innovativo" della finanza; vogliono essere terreno di confronto e saranno certamente lacunose e perfettibili ma, a nostro avviso, hanno il pregio di proporre delle ipotesi di lavoro cercando di modificare alcuni paradigmi logici di partenza e, conseguentemente, si prestano a qualsiasi confutazione, critica, suggerimento;



– il glossario, suddiviso in cinque macro-temi – la crisi, la borsa, gli investimenti, l’indebitamento e la finanza straordinaria – si prefigge di essere strumento operativo, seppur certamente non esaustivo, per districarsi tra terminologie, acronimi, e anche soprannomi esotici, non di comune utilizzo per i non addetti ai lavori; per sua natura può, e deve, essere ampliato nei lemmi trattati e nelle definizioni suggerite... anche su questo accettiamo suggerimenti e segnalazioni di nuove voci o di nuovi significati.

Sperando di essere riusciti almeno ad incuriosirVi, non ci resta che augurarVi una buona lettura.



## INDICE

Premessa	6
Crisi finanziaria e valore di impresa – <i>Slides</i>	9
Proposte operative: misure finanziarie miste, pubbliche-private, per il sostegno agli investimenti – <i>Slides</i>	25
Glossario tematico	
• Crisi	37
• Borsa	41
• Investimenti	45
• Indebitamento	50
• Finanza straordinaria	54
Indice dei lemmi	61
Bibliografia	64
Note in margine alla crisi dei mercati finanziari – <i>Allegato</i>	65



## LA FINANZA, LA CRISI, LE IMPRESE E LA PROFESSIONE

I comportamenti dei mercati nel recente passato e nell'attualità hanno scontato e tuttora scontano l'effetto "panico" degli investitori (anche nell'agire di alcuni gestori finanziari istituzionali), l'effetto amplificatore dei media, la scarsa trasparenza degli attivi delle banche (che determina crisi di fiducia generalizzata e dubbia attendibilità sui dati di bilancio), la carenza di controlli istituzionali (soprattutto nel caso USA, meno nell'eurozona), una forte incertezza nelle risposte sistemiche da parte dei governi (o la loro presunta inefficacia, in alcuni casi) ed inoltre, la marcata azione speculativa ribassista.

In tale contesto però, le reazioni paiono eccessive ed irrazionali: l'economia reale (pur ormai in recessione) era già in rallentamento da oltre un anno ed il fatto era noto ai mercati; essa non è la causa della crisi finanziaria – è invero quest'ultima che ha agito da acceleratore del calo del ciclo economico già in atto – e appare minimo il rischio di fallimenti bancari in Italia.

Uno sguardo razionale ai problemi derivanti dalla crisi dei mercati finanziari può consentirci di individuare alcuni aspetti peculiari con cui il sistema imprenditoriale italiano, costituito essenzialmente da PMI, e con esso la nostra Professione, dovrà confrontarsi nel prossimo futuro.

La crisi, inizialmente "di carta", ha già manifestato i primi effetti sull'economia reale; l'anello di congiunzione con il mondo reale (quello fuori dalle borse e diverso dagli speculatori, che già si confronta con un rallentamento dell'economia che ci sarebbe stato comunque) è il rischio di riduzioni delle esposizioni creditizie (in volumi o tramite innalzamento dei tassi) che, ove attuate a livello sistemico, danneggerebbero il sistema imprenditoriale.

Se le istituzioni finanziarie (alcune a corto di liquidità, altre per prudenza eccessiva) drenassero liquidità al sistema imprese (effetto cd. di credit crunch) si rischierebbe di generare problemi all'economia reale e, in particolar modo, al sistema delle PMI.

Se occorre dire con molta chiarezza che, ad oggi, non tutte le banche stanno agendo verso una riduzione del tasso degli impieghi e che quindi l'effetto sistemico è, per ora, solo un "rischio" futuro, è opportuno anche sottolineare che, a ben vedere, è un "rischio" talmente pericoloso da doverlo scongiurare in tutti i modi.

Sul tema, va detto che solo apparentemente le banche riducendo i volumi riducono il rischio: in effetti, riducono sì l'esposizione al danno (loss given default, per Basilea2) ma, aggravando le tensioni finanziarie alle imprese clienti, se tale riduzione fosse sistemica, aumenterebbe il rischio soggettivo (PD, probability of default) e non ne beneficerebbe la qualità degli attivi nei bilanci bancari.

In ogni caso, poiché nei modelli di rating di accesso al credito bancario la componente della capacità di autofinanziamento derivante dal ciclo aziendale e lo spostamento delle scadenze a medio termine (anche tramite operazioni di "consolido" del debito) danno effetti addirittura migliori delle componenti reddituali o patrimoniali classiche, sarebbe ora essenziale, come risposta da parte delle imprese, mantenere il più possibile "liquida" la struttura aziendale.

In un orizzonte strategico, oltre ad alcuni interventi possibili (e parzialmente già introdotti) da parte del Legislatore, occorre – da parte di tutti gli attori del mercato, siano essi banche, imprese o professionisti – portare la massima attenzione a temi quali la trasparenza informativa nei bilanci, l’attenuazione dei conflitti di interessi sui mercati finanziari, la corretta governance delle imprese bancarie, e, soprattutto in questo momento, riportare al centro delle scelte gestionali (delle banche e delle imprese) la “finanza per l’economia reale”, abbandonando taluni eccessi di “finanza per la finanza”.

Invero, proprio perché l’innovazione (anche finanziaria) crea sempre “valore”, occorre ricordare che, per essere “stabile” nel tempo, la “finanza innovativa” deve tornare ad essere prioritariamente stimolo e volano per l’economia e non una fabbrica di “castelli di carta”: solo così potrà costruirsi un nuovo scenario a sostegno del sistema imprenditoriale e a tutela del risparmio.

Ecco perché la Professione deve impegnarsi su questi temi, accompagnando gli imprenditori alle prese con Basilea2 e con il mutato clima di accesso al credito, ponendosi come “perno” delle scelte di capitalizzazione e di struttura finanziaria aziendale. La Professione deve contribuire anche a favorire l’accesso ai capitali, variabile a seconda delle dimensioni delle imprese assistite, ricorrendo anche alle strutture di garanzia (confidi) o al mercato borsistico per le PMI (opportunità, questa, scaturita con l’integrazione di Borsa Italiana con il London Stock Exchange).

Non meno importante è il ruolo che la Categoria, anche a livello locale, può svolgere per stimolare questi “comportamenti consapevoli” e diffondere cultura finanziaria sul territorio, anche esercitando opportuna moral suasion sulle banche locali, indifferentemente se piccole realtà o appartenenti a grandi gruppi, poiché in entrambi i casi interessate al dialogo. Ciò al fine di sensibilizzare tutti i soggetti coinvolti su tali tematiche nel tentativo di contenere gli effetti della crisi sull’economia reale, rendere più fluido il rapporto banca-impresa e far emergere la centralità del ruolo del Commercialista in questi processi.

È, in sintesi, il messaggio che scaturisce dalle linee guida dell’attività della Commissione di studio “Finanza Innovativa e Nuovi orizzonti Professionali”, come riscontrabile dal documento sulla crisi finanziaria, già approvato dal Consiglio Nazionale, pubblicato sul sito e riportato in allegato al glossario, nonché dall’impegno preso di portare “sul” territorio questi temi tramite specifiche iniziative convegnistiche organizzate congiuntamente agli Ordini locali.







---

# ***Crisi finanziaria & Valore d'impresa***

***Commissione finanza innovativa e nuovi orizzonti professionali,  
CNDCEC - marzo 2009***



---

**Crisi finanziaria & Valore d'impresa**

---

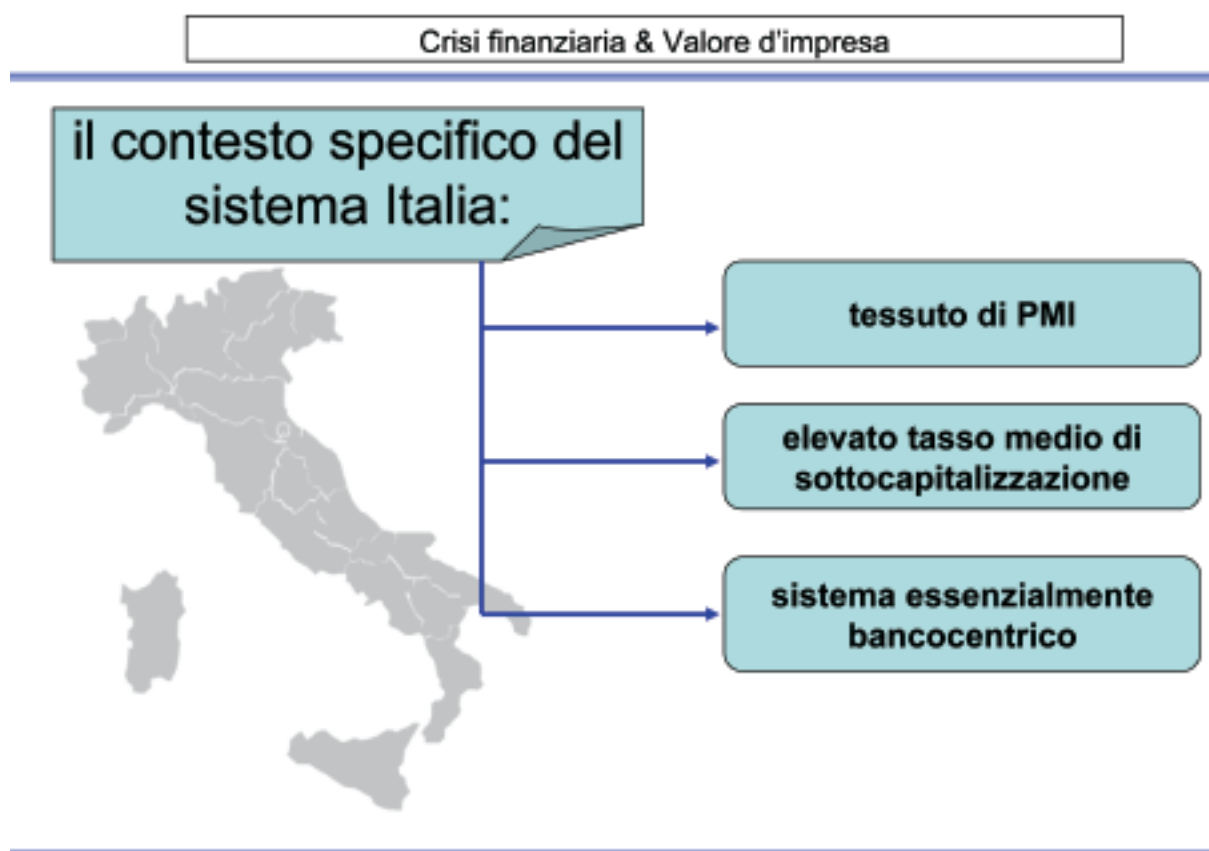
**Come si sta muovendo la Professione ?**

trasmettendo la forza di un messaggio– peraltro già “latente” nei fatti e negli accadimenti economici – teso a far percepire la Nostra Professione sempre più “al centro” del contesto economico-finanziario, svolgendo un ruolo anche proattivo nell’evidenziare soluzioni tecniche da proporre all’opinione pubblica ed al Legislatore .....

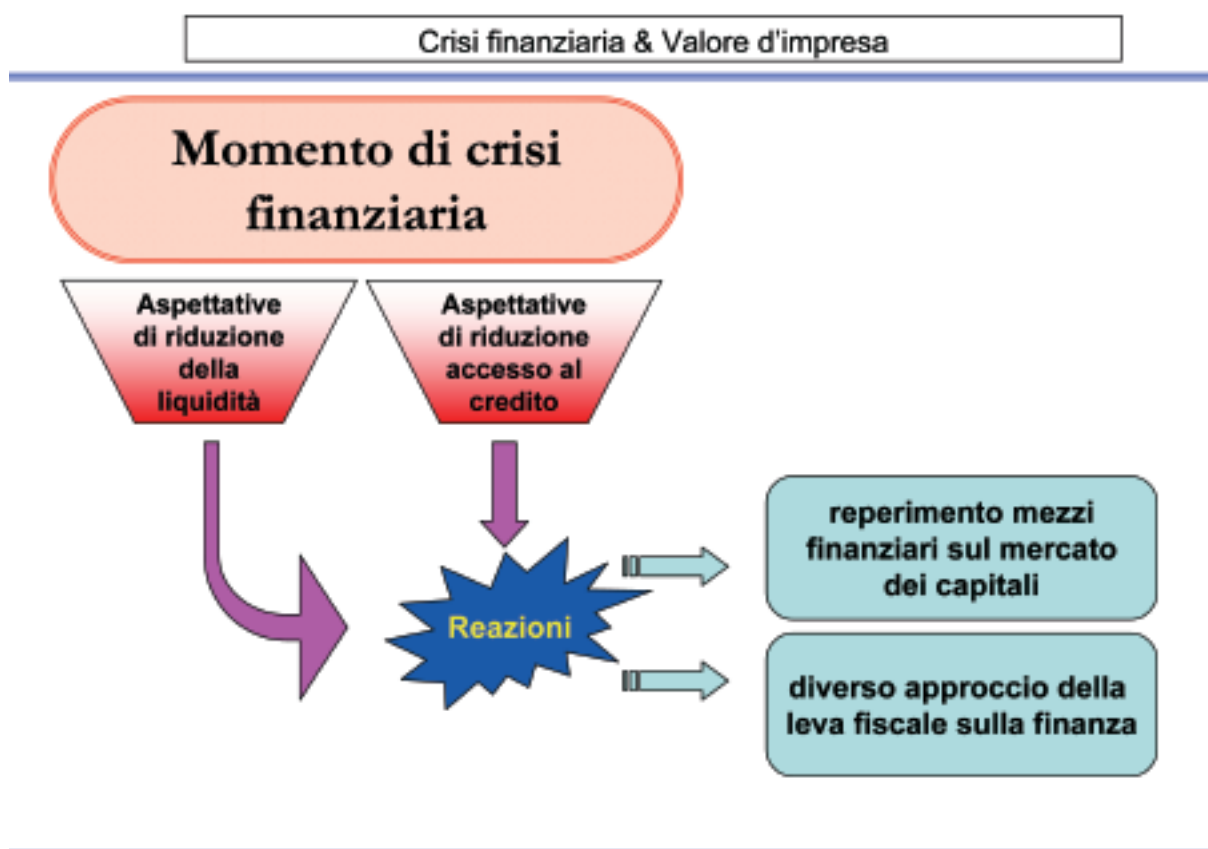
... ecco perché si è parlato di “finanza e fiscalità di crisi”.

---

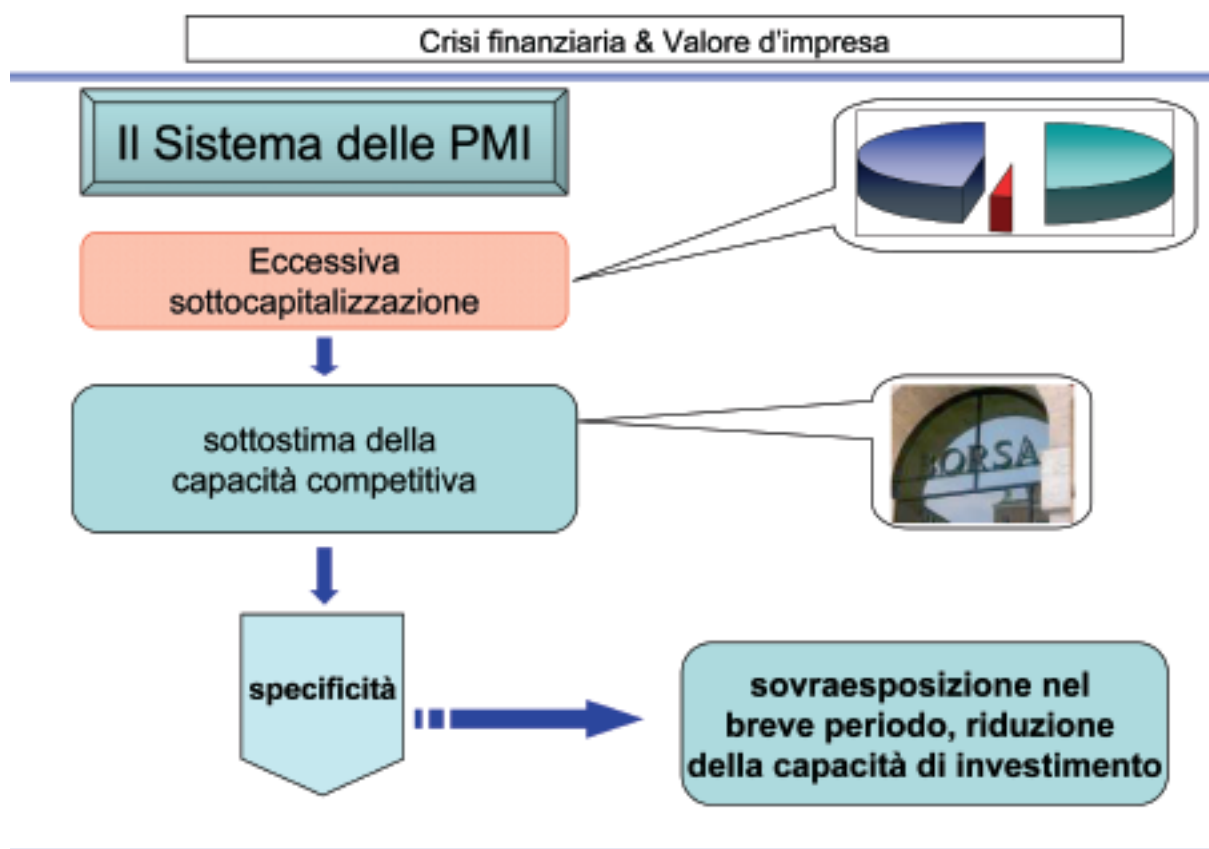
La Commissione Finanza Innovativa e Nuovi Orizzonti Professionali ha promosso un documento di analisi sulla crisi finanziaria – riportato in calce al presente lavoro e pubblicato sul sito web del Consiglio nazionale – ed ha ipotizzato alcune proposte operative a sostegno del tessuto imprenditoriale italiano. Verranno esaminati, nelle prossime pagine, alcuni interventi economico-finanziari che, anche attraverso l’utilizzo di leve fiscali, porterebbero ad una maggior valorizzazione delle imprese presenti sul nostro territorio. Il dottore commercialista, tenendo presente le competenze che gli vengono riconosciute dalla legge e la situazione economica attuale in cui si trovano le aziende del nostro paese, può e deve diventare il consulente “naturale” che affianca l’imprenditore negli obiettivi di crescita aziendale.



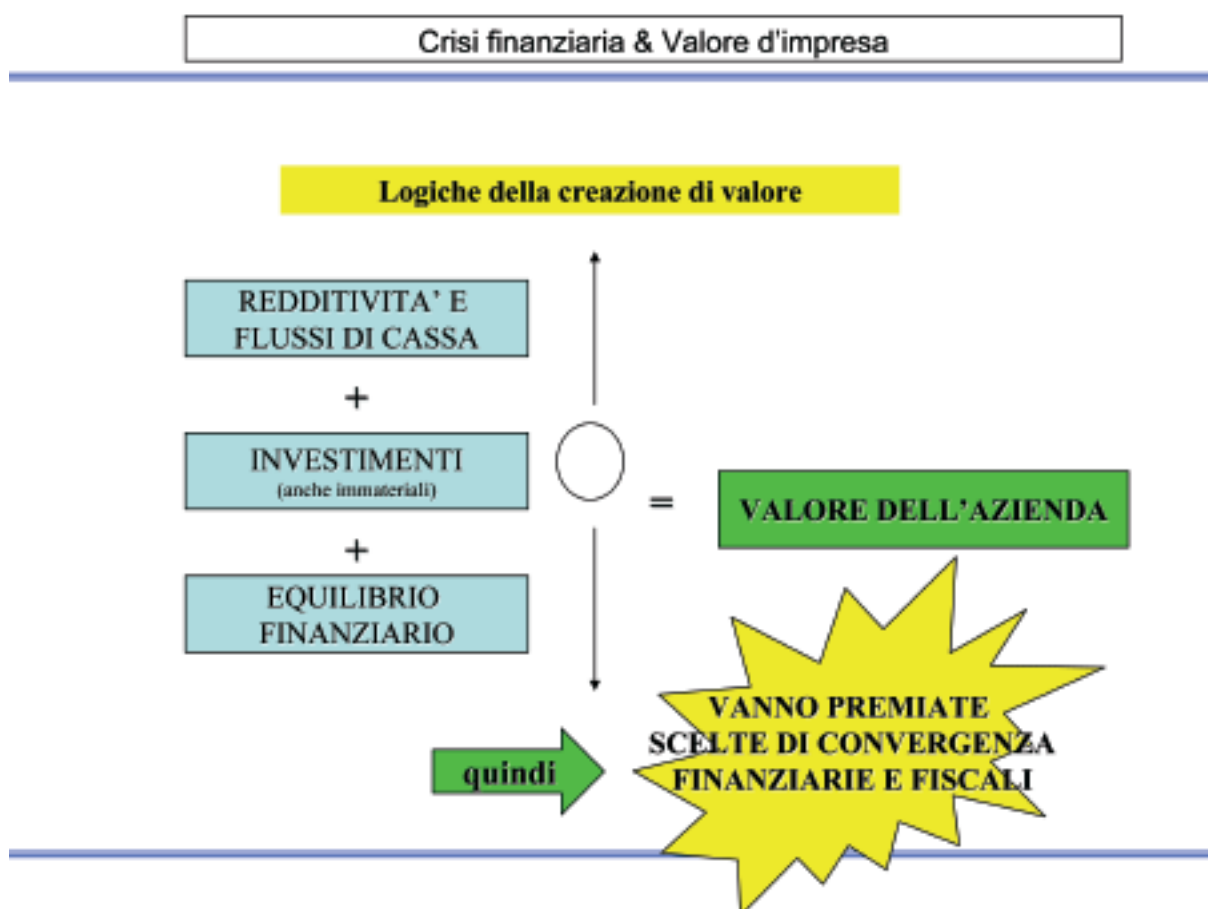
Il sistema finanziario italiano è apparso ad oggi meno esposto alla crisi finanziaria, grazie alla prevalente presenza di banche commerciali (rispetto al mondo anglosassone) ed a un tessuto economico composto essenzialmente da aziende di piccole e medie dimensioni. La struttura economico-finanziaria del Paese appare comunque “contagiata” dalle rigidità scaturite sul mercato all’ingrosso dei capitali, con conseguente elevati spread causati anche dal crollo della fiducia sul sistema interbancario. Diffidenza che permane nonostante la riduzione dei tassi da parte della BCE. Questo “cordone ombelicale”, che lega le imprese agli istituti finanziari, purtroppo rischia di riflettersi sull’economia reale qualora, a livello sistemico, le banche italiane riducano la disponibilità di accesso al credito.



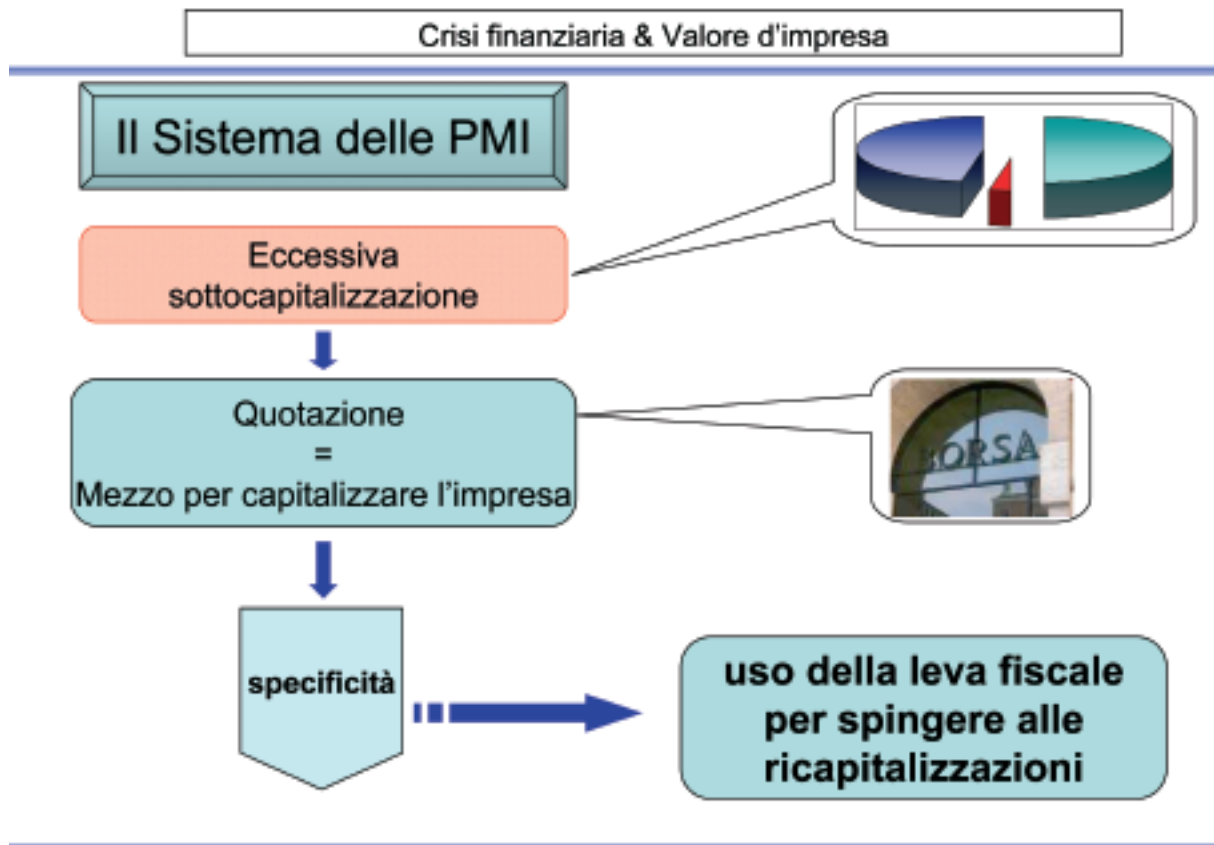
Questo fenomeno appare ad oggi governabile con adeguati interventi normativi, da un lato, e di moral suasion, dall'altro. Il rischio, però, è che produca i suoi effetti maggiori già a partire dai prossimi mesi di aprile/maggio, quando le aziende cominceranno a presentare i bilanci relativi all'esercizio appena trascorso, poichè nei modelli informatici posti a base dei rating di merito creditizio (Basilea 2) verranno analizzati bilanci aziendali che ad oggi si presumono, almeno in alcuni settori economici, deteriorati nei margini reddituali e finanziari. Ecco perché, a nostro parere, occorre evidenziare fin da subito quali possono essere le reazioni, anche legislative, possibili: possibilità, per le aziende, di reperire mezzi finanziari in mercati alternativi a quelli bancari ed agevolazioni fiscali verso le imprese che utilizzano mezzi propri (nuovi capitali ed utili reinvestiti) o che tendono ad un migliore uso della leva finanziaria.



Occorre però partire dalla condivisione che un sistema di PMI determina, da un lato, un sistema-paese con una forza competitiva variegata e sicuramente più flessibile e reattiva ai cambiamenti ma, dall'altro, anche una minor solidità strutturale in termini di capitalizzazione, equilibrio finanziario medio e capacità complessiva di investimento. Se ciò è vero, risulta di tutta evidenza che l'eccesso di sottocapitalizzazione sistemico, l'eccessivo ricorso a strumenti finanziari bancocentrici di breve termine e la conseguente minor correlazione delle scadenze finanziarie, determinano sia una minor consapevolezza nell'utilizzo di strumenti di pianificazione finanziaria che un minor tasso di investimenti, industriali o immateriali, in ottica di risultati di lungo periodo. Questo è, in sintesi, un problema che si acuisce in un contesto di crisi finanziaria come l'attuale e che può, e deve, vedere il Dottore Commercialista quale attore principale nella diffusione di strumenti previsionali economico-finanziari e di migliori standard qualitativi nella redazione di business plan nonchè volano nel trasferimento di cultura finanziaria d'impresa.



Proprio la peculiarità del ruolo del Dottore Commercialista, a cavallo tra le logiche giuridico-fiscali e quelle economico-finanziarie, consente alla nostra Professione di poter comprendere prima di altri l'importanza di modificare – tanto più in condizioni, come quelle attuali, di necessità sistemica di tenuta finanziaria – taluni approcci logici (anche a volte in conseguenza di scelte normative discutibili da parte del Legislatore) che tendevano a far prevalere benefici di breve periodo, anche meramente fiscali, a detrimento di benefici finanziari di medio-lungo. Ciò, come facilmente intuibile, anche a scapito della creazione di valore aziendale e, a livello sistemico, della tenuta competitività-paese. Se, come parrebbe ovvio, questo è un momento storico di “ritorno ai fondamentali” dell'economia, allora occorre riportare al centro del dibattito tra gli addetti ai lavori le logiche di creazione di valore a lungo termine, applicandole anche alle scelte di struttura finanziaria e, per la loro intrinseca connessione nell'economia moderna, alle scelte di struttura fiscale.

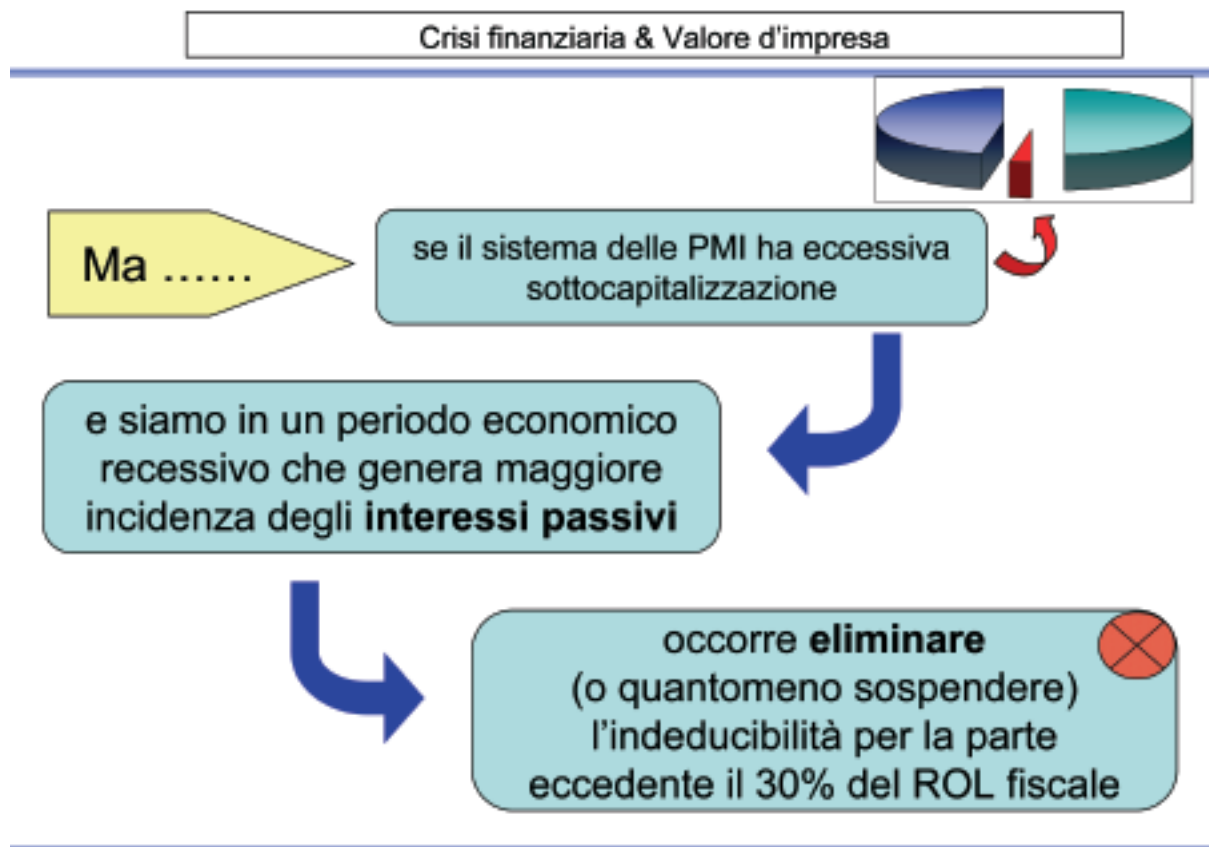


Come abbiamo visto, la sottocapitalizzazione e la "dipendenza" bancaria rappresentano una caratteristica del nostro sistema economico, al contempo necessaria e autolimitante. La recente creazione, da parte di Borsa Italiana, di un mercato dedicato alle PMI (AIM Italia) rappresenta certamente un'opportunità per le nostre aziende per aumentare il livello d'indipendenza dal sistema bancario. Tale mercato per svilupparsi al meglio deve però tener conto delle esigenze peculiari delle imprese di minore dimensione, che spesso sono da accompagnare "per mano" verso processi di managerializzazione e devono superare quelle logiche tipiche di aziende a proprietà familiare. In tal senso, per favorire maggiore appeal alle possibili quotazioni, potrebbe individuarsi l'utilizzo della leva fiscale per favorire le ricapitalizzazioni (e non le OPV) proprio tramite l'accesso alla borsa. Una soluzione potrebbe essere quella di rendere "neutrali" gli incrementi di capitale mediante una sostanziale detassazione di quote di utili che eccedono la media di quelli conseguiti negli esercizi precedenti.

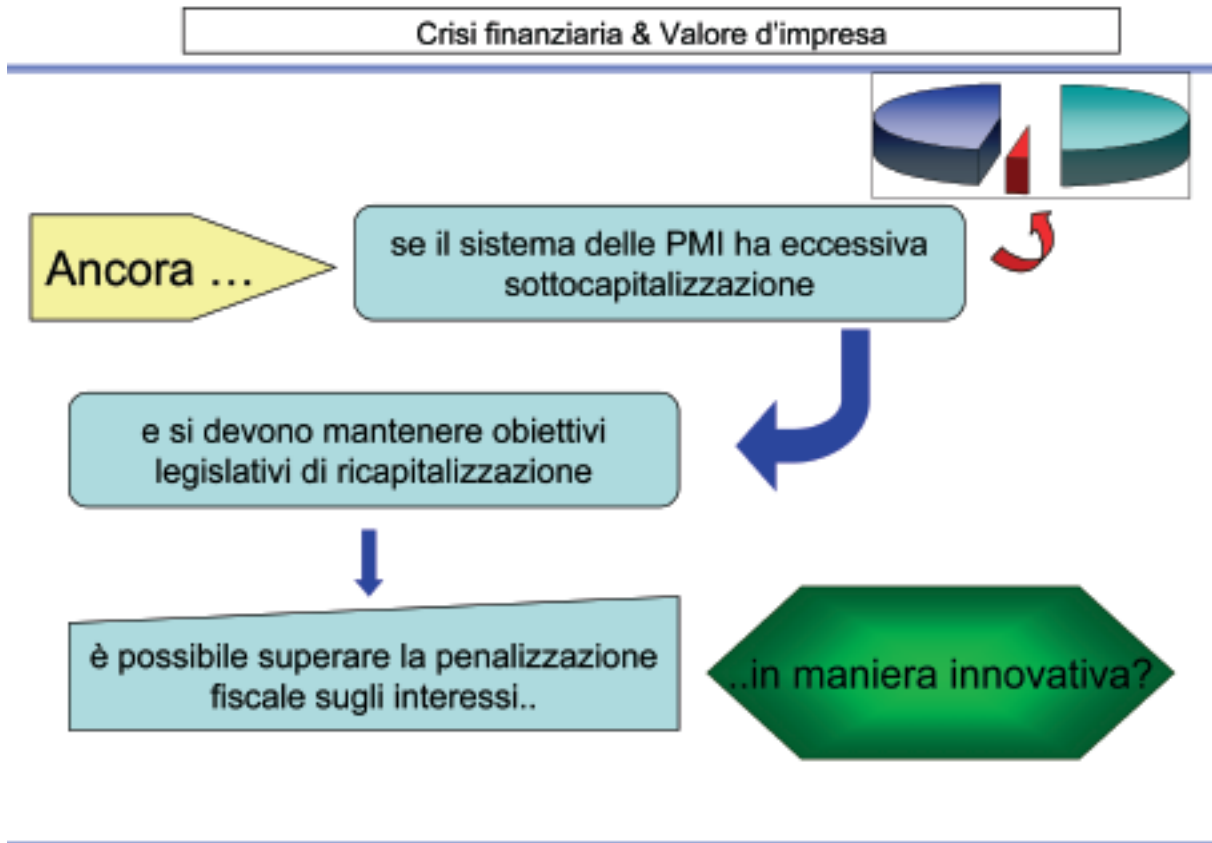


L'idea di fondo è diversa dalla "DIT", poiché gli aumenti di capitale o la ritenzione degli utili a patrimonio non costituiscono la base di calcolo dell'agevolazione fiscale "in sé", bensì unicamente il "presupposto" economico per un calcolo "a costo zero". Senza ricapitalizzazione l'azienda non potrebbe fare nuovi investimenti o ridurre l'indebitamento, quindi difficilmente emergerebbero "extraprofitti" ulteriori: ecco perché si ritiene che attribuire una detassazione o un credito d'imposta compensabile (ovvero tassare ad aliquota ridotta) solo su tali "extraprofitti", rispetto alla media dei tre/cinque anni precedenti, costituisca, senza ridurre le entrate altrimenti incassabili in ipotesi di mancata quotazione, una riduzione complessiva del tax rate e, in virtù di questo, si configurerebbe come un sostegno al ROE dell'azienda quotata, con le immaginabili conseguenze positive in termini di pricing delle quotazioni.

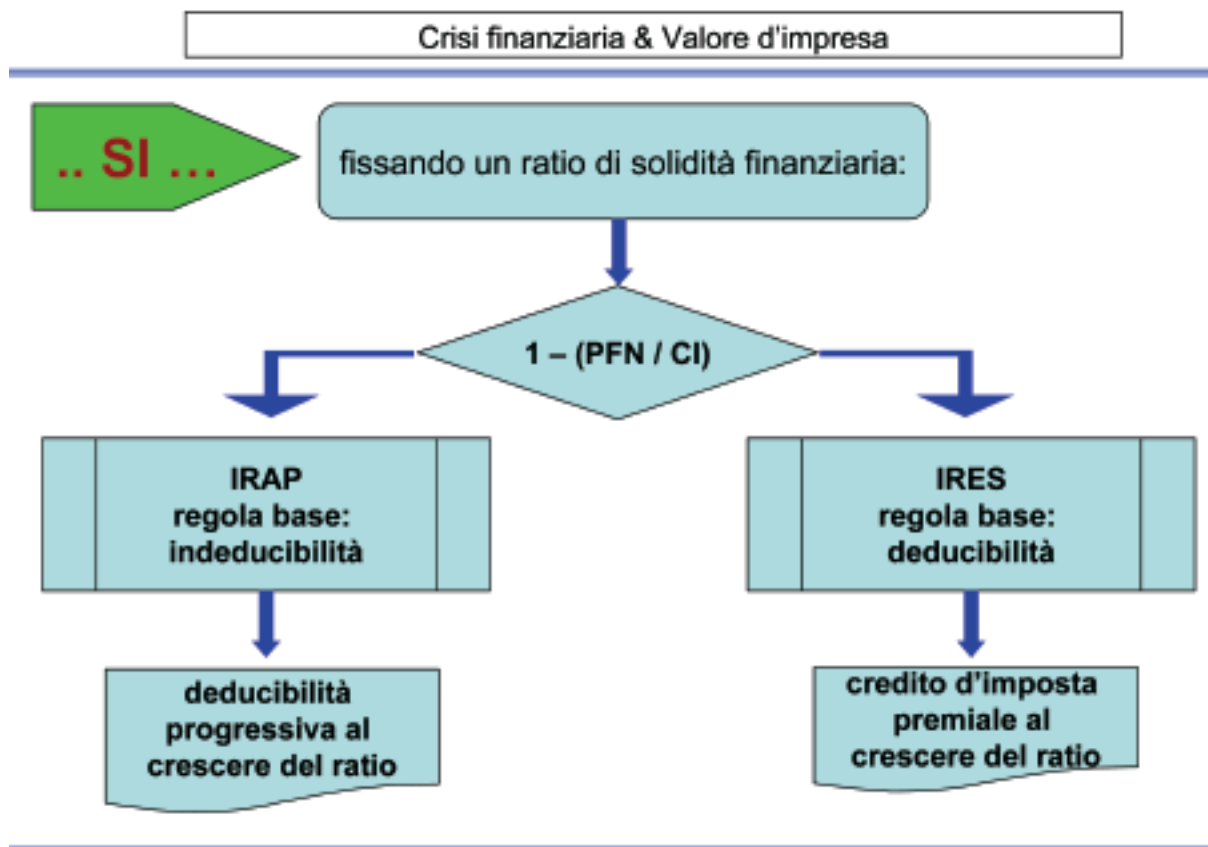




Tutte le simulazioni effettuate da più fonti (uniparma, cuoa, confindustria) sono concordi (seppur con qualche variante) nell'affermare tanto la "sensibilità" delle strutture di conto economico del sistema delle PMI ad una variazione in aumento dei tassi (ove l'aumento di un punto percentuale di costo effettivo a parità di ogni altro elemento determinerebbe un effetto moltiplicatore di risultati d'esercizio negativi), quanto l'effetto distorsivo della citata regola fiscale, che tende a scattare in circa il 20-24% dei casi (a seconda delle stime) e che penalizza maggiormente quei settori basso-marginanti che già soffrono di più la crisi in atto. In tal senso, più che un mero intervento di ampliamento della quota esente, andrebbe ribadita la necessità di eliminazione tout court o, al limite, di sospensione nelle fasi recessive dell'economia.



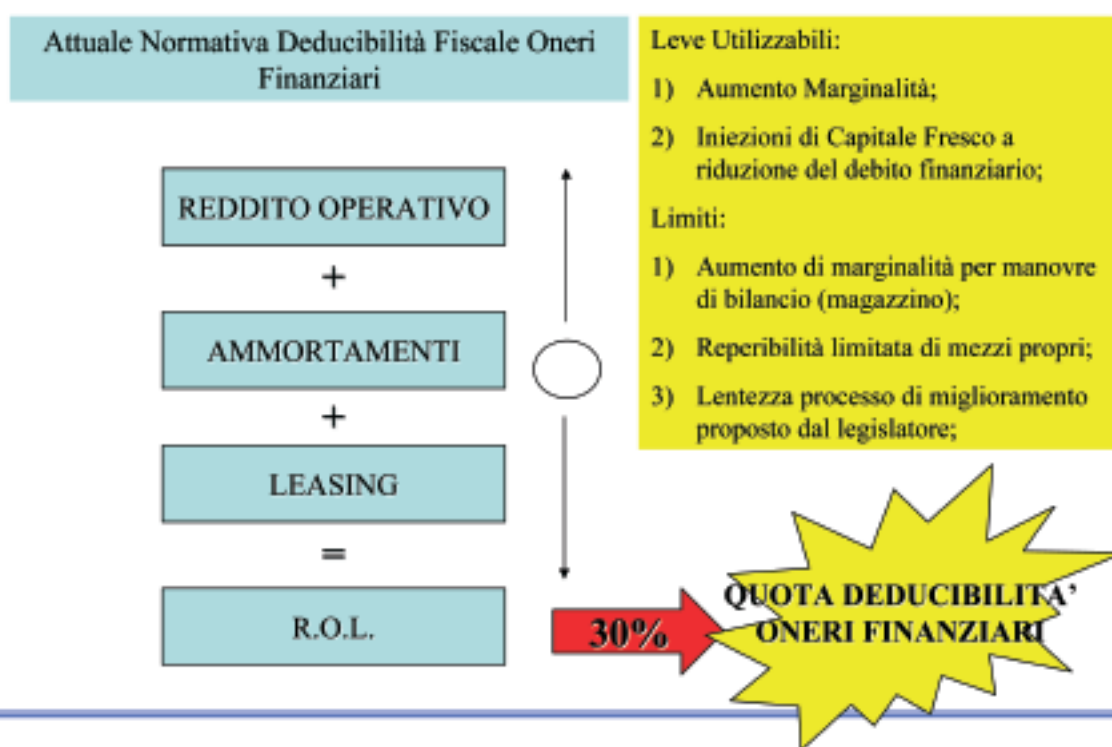
La seconda soluzione “innovativa” per uniformare le esigenze di politica economica, che vuole un sistema imprese più capitalizzato e competitivo a livello europeo e mondiale, a quelle di politica fiscale, sempre attiva nella lotta verso il sommerso e nei confronti dell’evasione, è quella di superare la penalizzazione fiscale degli interessi passivi utilizzando un approccio non penalizzante ma, al contrario, “premiante”. Vedremo, nella figura successiva, come si premierebbero i comportamenti “virtuosi” invece che penalizzare comportamenti non efficienti in termini di struttura finanziaria: questi ultimi possono si essere frutto di utilizzi elusivi dell’indebitamento ma, in periodo di crisi, sono maggiormente dovuti all’effetto economico della fase recessiva che coinvolge anche aziende corrette sotto il profilo dei loro comportamenti fiscali.



Tenendo sempre presente che, ai fini Irap, la regola base sugli interessi passivi è l'indeducibilità, mentre, ai fini Ires, il presupposto di base dovrebbe essere, al contrario, la deducibilità dei citati componenti negativi di reddito, servirebbe una "leva" stimolatrice di valore. Il ratio così individuato (ove "1 -" serve per la formula matematica, "PFN" è la posizione finanziaria netta e "CI" è il capitale investito) consente, da un lato, un giudizio sintetico di "solidità" finanziaria così da "mapparne" l'evoluzione nel tempo e, dall'altro, l'utilizzo di più "leve" di intervento all'impresa per ottenerne un miglioramento (non solo aumento di capitale ma anche rivalutazioni, gestione snella del circolante operativo, reinvestimento degli utili). Si costituirebbe, così, un meccanismo premiale a favore dell'efficienza gestionale delle aziende stesse, riducendo il tax rate e "liberando" ROE.



## Crisi finanziaria & Valore d'impresa



Come possiamo vedere, i criteri, rappresentati a grandi linee (non si evidenziano ad es. la riduzione per gli interessi attivi o la franchigia per i primi due periodi d'imposta), che il Legislatore ha scelto per la determinazione della base su cui calcolare la deducibilità fiscale degli oneri finanziari, lasciano poche aree d'intervento. Un'azienda, salvo investimenti strutturali o nuovi progetti imprenditoriali, difficilmente riesce, da un esercizio all'altro, ad incrementare la propria marginalità. Le uniche possibilità di aumentare il Reddito Operativo Lordo, saranno quindi rappresentate dai capitali dell'imprenditore (per ridurre il debito finanziario) o dall'incremento (anche manipolabile, in alcuni casi patologici) del valore di magazzino. È naturale, quindi, pensare ad un processo di ricapitalizzazione e di equilibrio economico-finanziario dell'azienda molto lento se non addirittura, in una fase economica recessiva, quasi nullo.

**Crisi finanziaria & Valore d'impresa****Nuovo Meccanismo Proposto per Deducibilità Fiscale Oneri Finanziari**

$$1 - (\text{PFN} / \text{CI})$$



Come è possibile vedere dalla figura qui sopra, il meccanismo "1-(PFN/CI)" per la deducibilità fiscale degli oneri finanziari, proposto dalla Commissione Finanza Innovativa e Nuovi Orizzonti Professionali, porta sostanzialmente l'imprenditore a tenere "sotto controllo" contemporaneamente sia la redditività aziendale che gli equilibri finanziari. A tal proposito, Vi invitiamo a notare come il suddetto indice coinvolgerebbe tutti i componenti positivi (fatturato e reddito operativo) e negativi (costi fissi, variabili ed oneri finanziari); pertanto ci troviamo di fronte ad un meccanismo che porta l'impresa a monitorare la propria economicità gestionale e a premiare le scelte di creazione di valore. Un intervento, di natura fiscale, che oltretutto agevolerebbe l'azienda anche nell'accesso al credito poiché meglio risponderebbe ai parametri previsti dall'accordo internazionale sul capitale bancario (più conosciuto come Basilea 2).



## Crisi finanziaria & Valore d'impresa

### Nuovo Meccanismo Proposto per Deducibilità Fiscale Oneri Finanziari

#### Leve Utilizzabili:

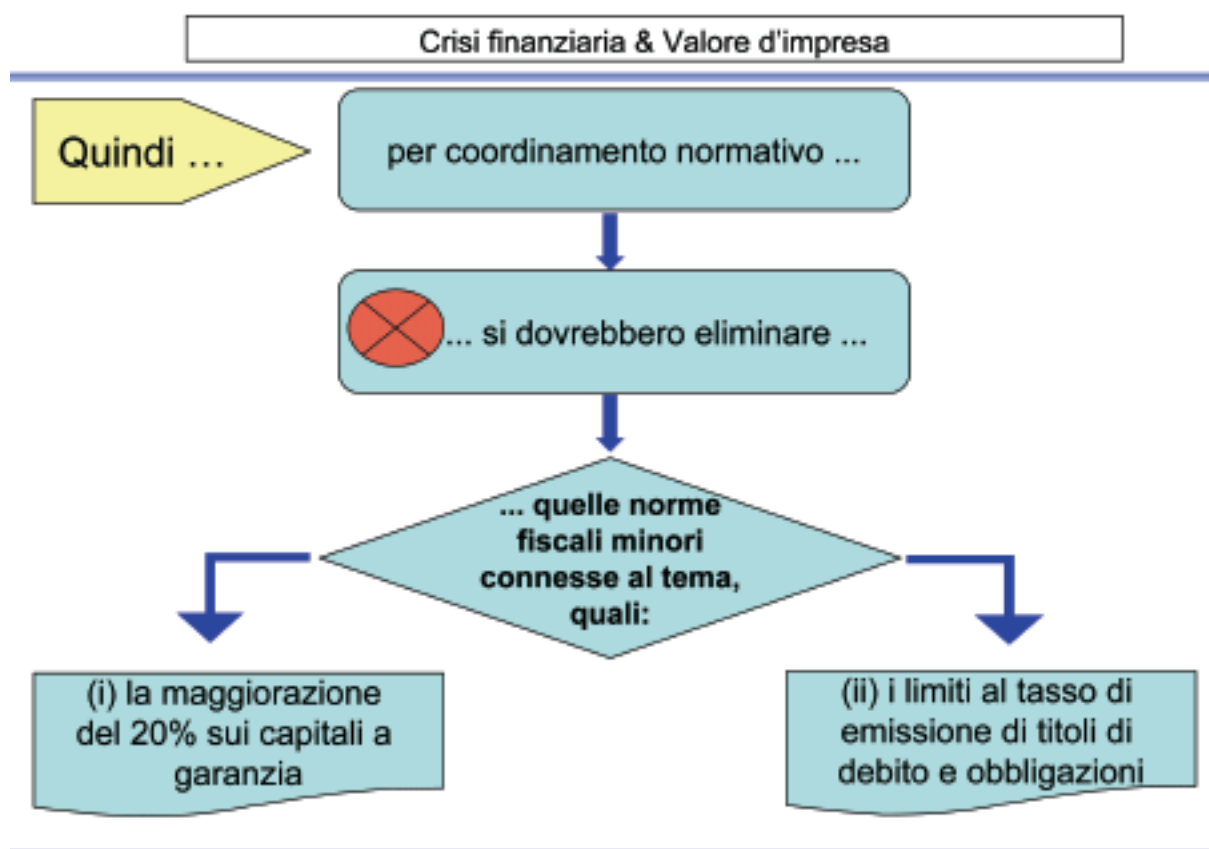
- 1) Aumento Marginalità;
- 2) Innesti di Capitale Fresco a riduzione del debito finanziario;
- 3) Riduzione tempi di incasso;
- 4) Allungamento Dilazioni di Pagamento;
- 5) Accelerazione rotazione magazzino

#### Vantaggi:

- 1) Meccanismo non soggetto a politiche di bilancio per definizione;
- 2) Utilizzo congiunto di più leve;
- 3) Meccanismo finalizzato alla economicità gestionale (redditività ed equilibri finanziari).



Inoltre questo nuovo meccanismo "1-(PFN/CI)", fornirebbe al Dottore Commercialista maggiori opportunità d'intervento, rispetto al criterio previsto dall'attuale normativa fiscale, per portare l'impresa verso un equilibrio patrimoniale, economico e finanziario di medio periodo. Infatti, oltre all'aumento della marginalità ed eventuali iniezioni di capitale a riduzione del debito finanziario, l'impresa nel contempo potrebbe migliorare la propria gestione finanziaria (riducendo la forbice dei tempi d'incasso e di pagamento) e la propria gestione delle scorte in magazzino (accelerandone la movimentazione). Questo nuovo approccio da parte del Legislatore porterebbe il sistema imprese italiano ad incentivare comportamenti virtuosi e ad avere aziende più strutturate, avviando quel processo, tanto atteso, di miglioramento della competitività complessiva del sistema-paese.



A completamento di quanto sostenuto finora va sottolineato che, in caso di accoglimento dei suddetti principi, risulterebbero superate due norme connesse attualmente in vigore. La prima, in quanto, quando ci troviamo di fronte a periodi di crisi come quello che stiamo attraversando, per le PMI il ricorso a garanzie a supporto degli affidamenti non è un "arbitraggio" fiscale ma un "obbligo necessario". La seconda, in quanto andrebbe sostenuto il ricorso a strumenti di debito, obbligazionari o similari, essendo fonte alternativa al canale bancario ed essendo detti strumenti potenzialmente "quotabili" (almeno ricorrendo ad operazioni di private placement) e, per effetto delle meccaniche di determinazione dei tassi, andrebbe restituita al mercato la funzione di "prezzatura" del debito senza distorsioni di natura fiscale.



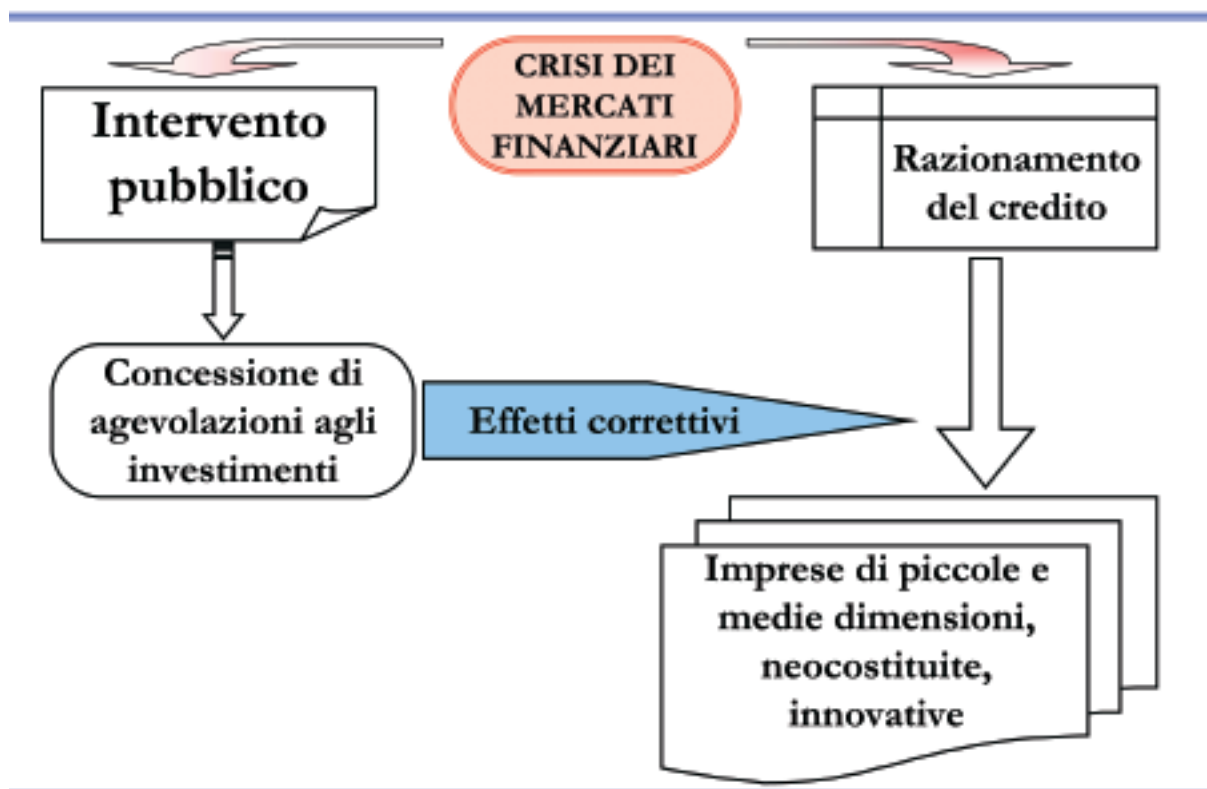




---

*Proposte operative:  
misure finanziarie miste,  
pubbliche-private,  
per il sostegno  
agli investimenti.*

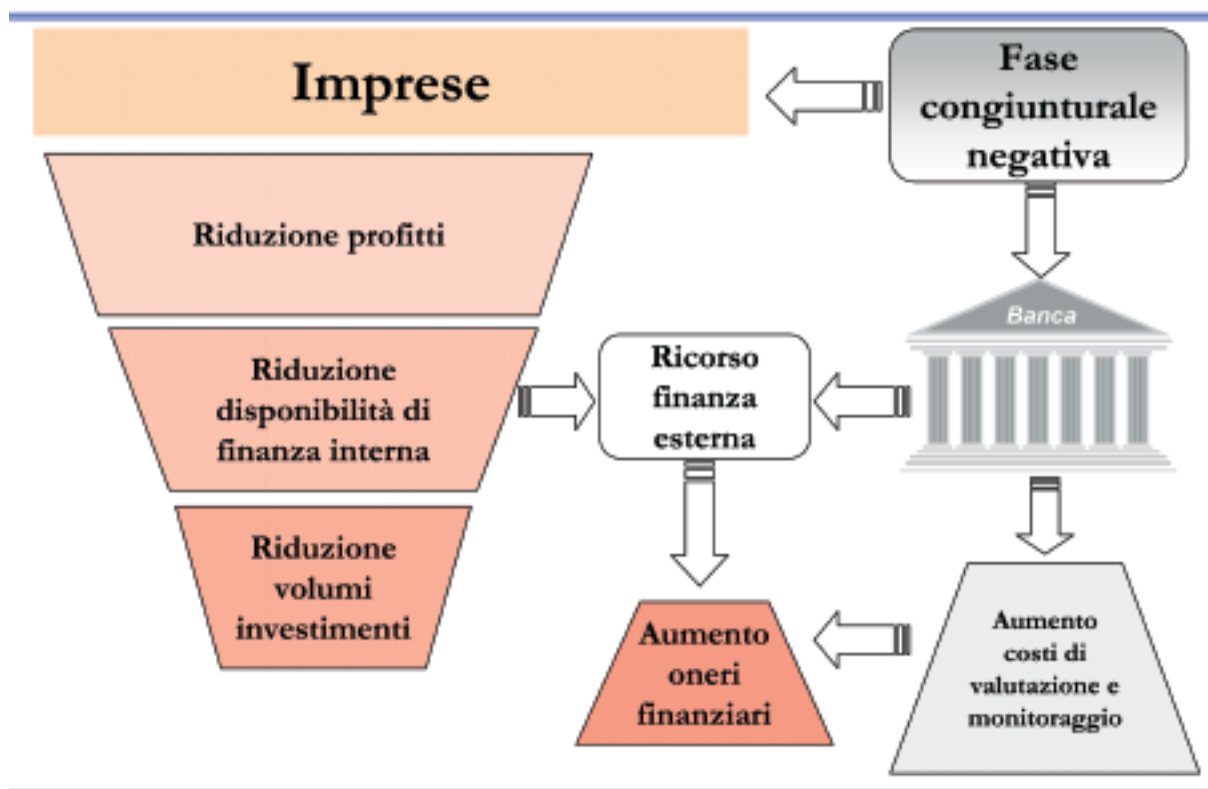
**Commissione finanza innovativa e nuovi orizzonti professionali,  
CNDCEC - marzo 2009**



Con riferimento alla situazione di crisi che caratterizza attualmente i mercati finanziari, una possibilità operativa potrebbe essere costituita dall'introduzione di un nuovo strumento di sostegno agli investimenti delle imprese – soprattutto di quelle di piccole e medie dimensioni.

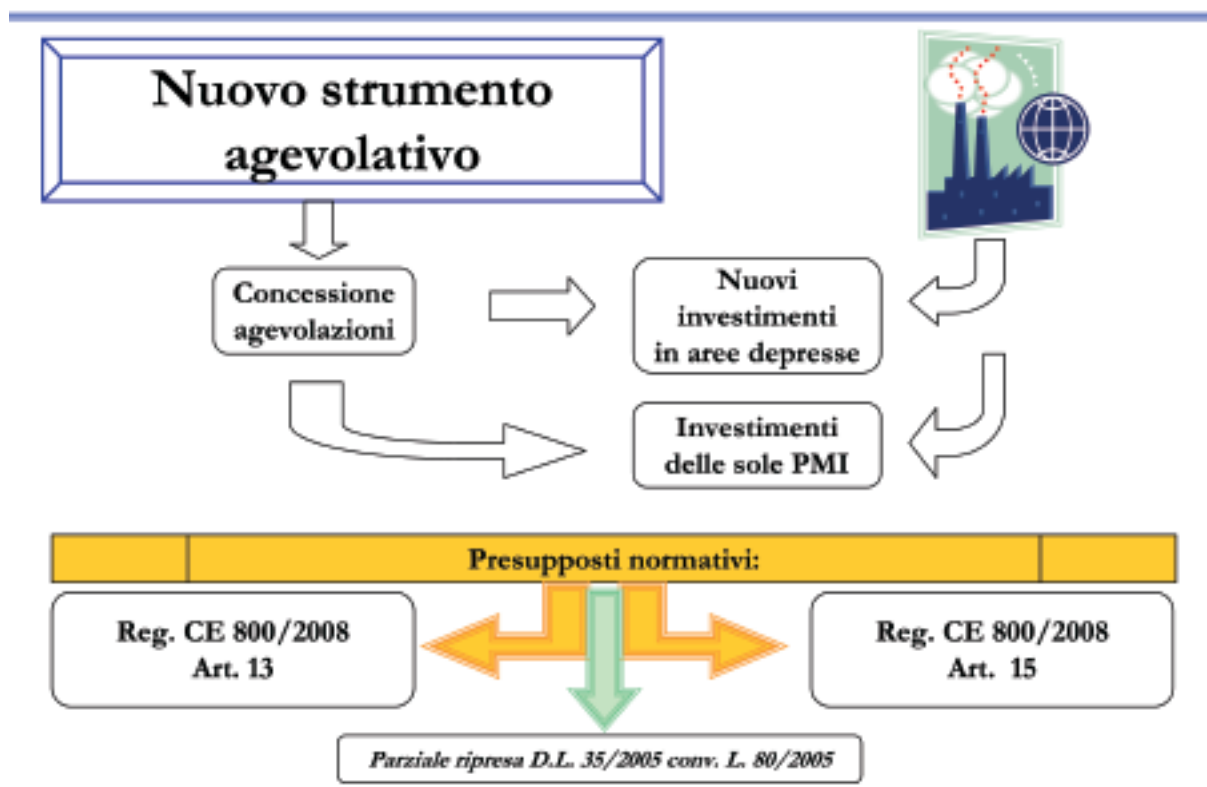
La teoria economica – confermata da numerose indagini empiriche – ha evidenziato come l'intervento pubblico, realizzato attraverso la concessione di agevolazioni agli investimenti, può avere effetti correttivi dei fenomeni di razionamento del credito scaturenti da informazione asimmetrica, soprattutto se rivolti ad imprese maggiormente esposte a tali vincoli finanziari (imprese di piccole e medie dimensioni, imprese neo-costituite, imprese innovative).

I limiti al sistema dei segnali che l'impresa può fornire sulla bontà e sulla qualità del progetto (dotazione limitata di collateral, difficoltà di accesso ai mercati azionari e/o obbligazionari, numerosità delle imperfezioni informative) non risolvono il problema delle asimmetrie informative e rendono, difatti, necessario un intervento pubblico per arginare il fenomeno del razionamento.



Inoltre, la presenza di shock esogeni negativi, riducendo i profitti delle imprese ed avviando il sistema verso una fase congiunturale negativa, determina una riduzione della disponibilità di risorse finanziarie interne delle imprese. In tali condizioni si riduce il volume degli investimenti, se il loro profitto atteso è inferiore al tasso di onerosità dei debiti finanziari.

La banca tende, inoltre, a praticare tassi di interesse più elevati per le imprese di piccole e medie dimensione per ammortizzare i maggiori costi di valutazione ex-ante e di monitoraggio, che assumono un peso rilevante su quantitativi di credito non elevati. In simili circostanze, la concessione di un sussidio alle imprese maggiormente esposte ai rischi di asimmetria informativa e di razionamento, può ridurre la mortalità di tali imprese nelle fasi negative del ciclo.



Lo strumento agevolativo proposto prevede, pertanto, la concessione di agevolazioni finanziarie a fronte di nuovi investimenti effettuati nelle aree depresse del paese (in conformità alla carta approvata dalla Commissione per gli aiuti a finalità regionale) o di investimenti effettuati da PMI indipendentemente dalla localizzazione. Tale strumento si presenta caratterizzato da flessibilità operativa, trasparenza ed automaticità, oltre a garantire l'addizionalità e la selettività delle iniziative.

I presupposti giuridici sarebbero costituiti dal Regolamento CE 800/2008 del 6 agosto 2008, rispettivamente:

- art. 13 "Aiuti regionali agli investimenti ed all'occupazione";
- art. 15 "Aiuti agli investimenti ed all'occupazione in favore delle PMI".

A livello normativo nazionale, costituirebbe una parziale, ma sostanzialmente differente, ripresa del processo di riforma del sistema degli incentivi alle imprese avviato dal D.L. n. 35/2005 sulla competitività, convertito nella legge 14 maggio 2005 n. 80.



Lo strumento agevolativo potrebbe essere articolato con la previsione di due differenti ed alternative modalità di approccio da parte delle imprese beneficiarie, che potrebbero essere così definite:

- 1) approccio finanziario;
- 2) approccio patrimoniale-finanziario.

Le due modalità, caratterizzate da specifiche forme tecniche di concessione, avrebbero in comune la funzione principale di:

- costituire una leva per l'attivazione del finanziamento bancario;
- migliorare le condizioni di accesso al credito bancario.

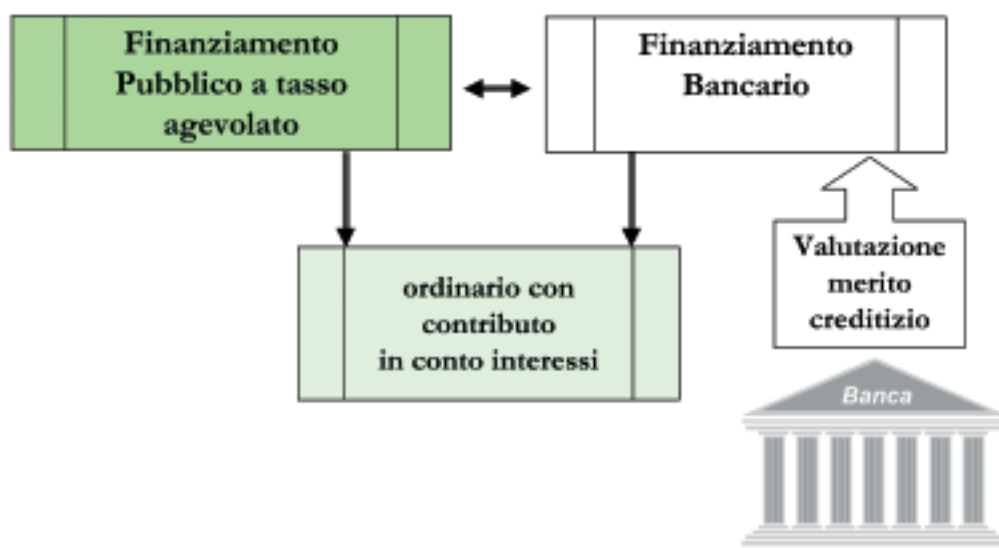
Nella prima modalità, l'agevolazione viene considerata prevalentemente nella sua funzione finanziaria, intesa sia come fonte di copertura del fabbisogno finanziario correlato alla realizzazione dell'investimento, sia come strumento di finanziamento con obbligo di rimborso dei capitali mutuati.

Nella seconda modalità viene invece considerata – oltre alla funzione finanziaria – anche la natura patrimoniale dell'agevolazione che verrebbe concessa anche sotto forma di contributo in conto capitale o grant e che, pertanto, potrebbe essere assimilata al capitale proprio o equity (a prescindere dalle modalità di contabilizzazione).



## Nuovo strumento agevolativo

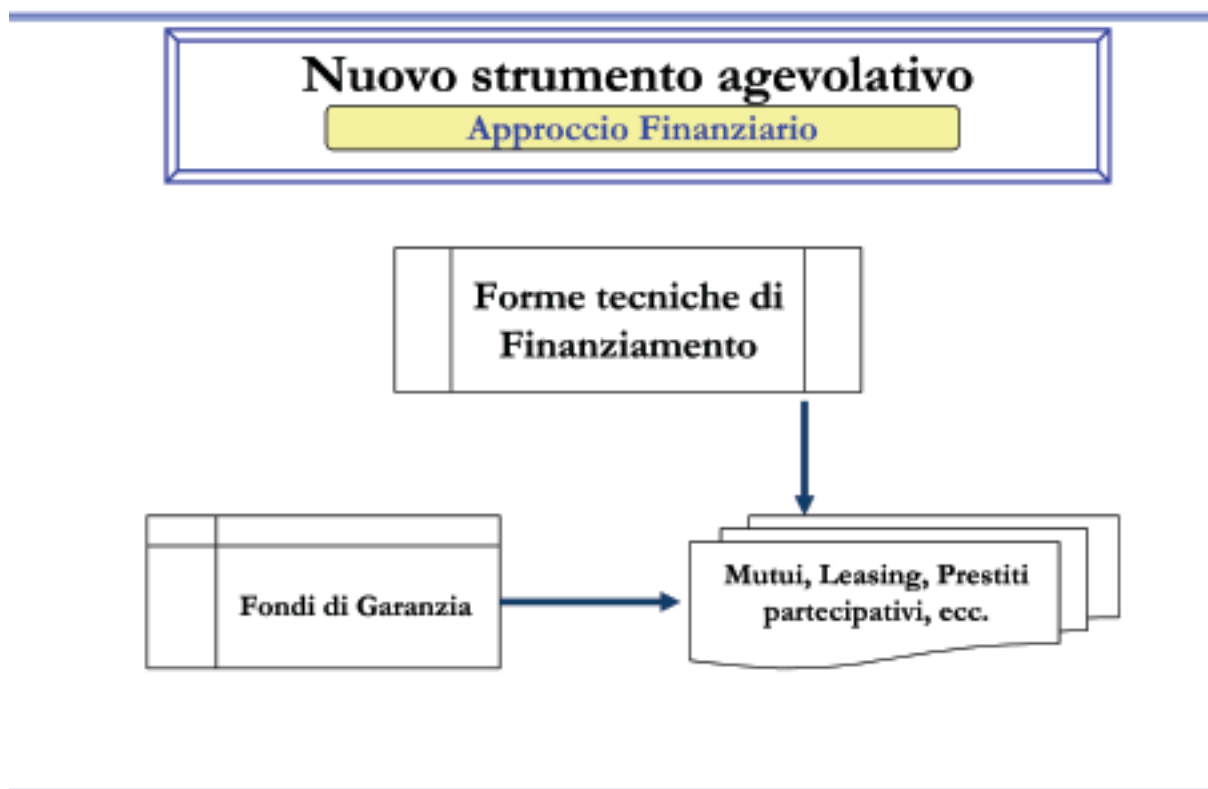
### Approccio Finanziario



Lo strumento agevolativo sarebbe costituito da un finanziamento pubblico a tasso agevolato (con provvista C.D.P.) , concesso esclusivamente in presenza, secondo proporzioni da stabilire, di un finanziamento bancario (o in leasing) a tasso ordinario o di mercato.

Si configurerebbe, di fatti, un pool tra un Fondo Rotativo di origine pubblica ed una Banca (o Istituto di Leasing) che andrebbero a condividere il rischio dell'operazione di finanziamento, facilitando la concessione del credito. Il finanziamento pubblico agevolato costituirebbe, infatti, un'importante leva per l'attivazione del finanziamento bancario (o in leasing) a tasso ordinario.

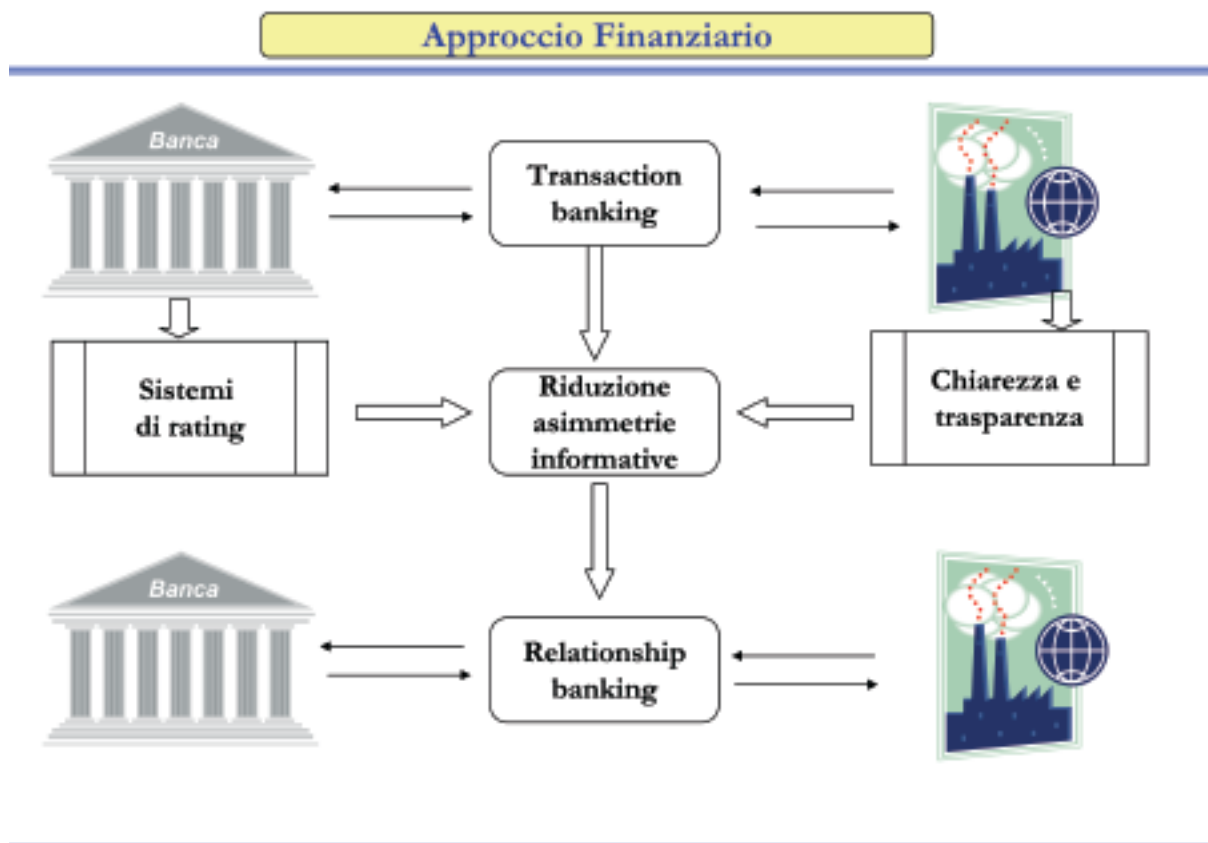
Allo scopo di contenere l'impegno di risorse pubbliche, il finanziamento pubblico agevolato potrebbe essere parzialmente scomposto – secondo predeterminati rapporti – in un finanziamento bancario (o in leasing) con contributo in conto interessi.



La forma tecnica di concessione potrebbe essere variamente articolata in funzione delle esigenze delle imprese (non solo mutuo o leasing, ma anche altre forme tecniche di concessione quale il prestito partecipativo).

Allo scopo di migliorare l'accesso al finanziamento (ordinario e/o agevolato) lo strumento agevolativo potrebbe prevedere l'intervento di fondi di garanzia da perfezionare alle normali condizioni di mercato.

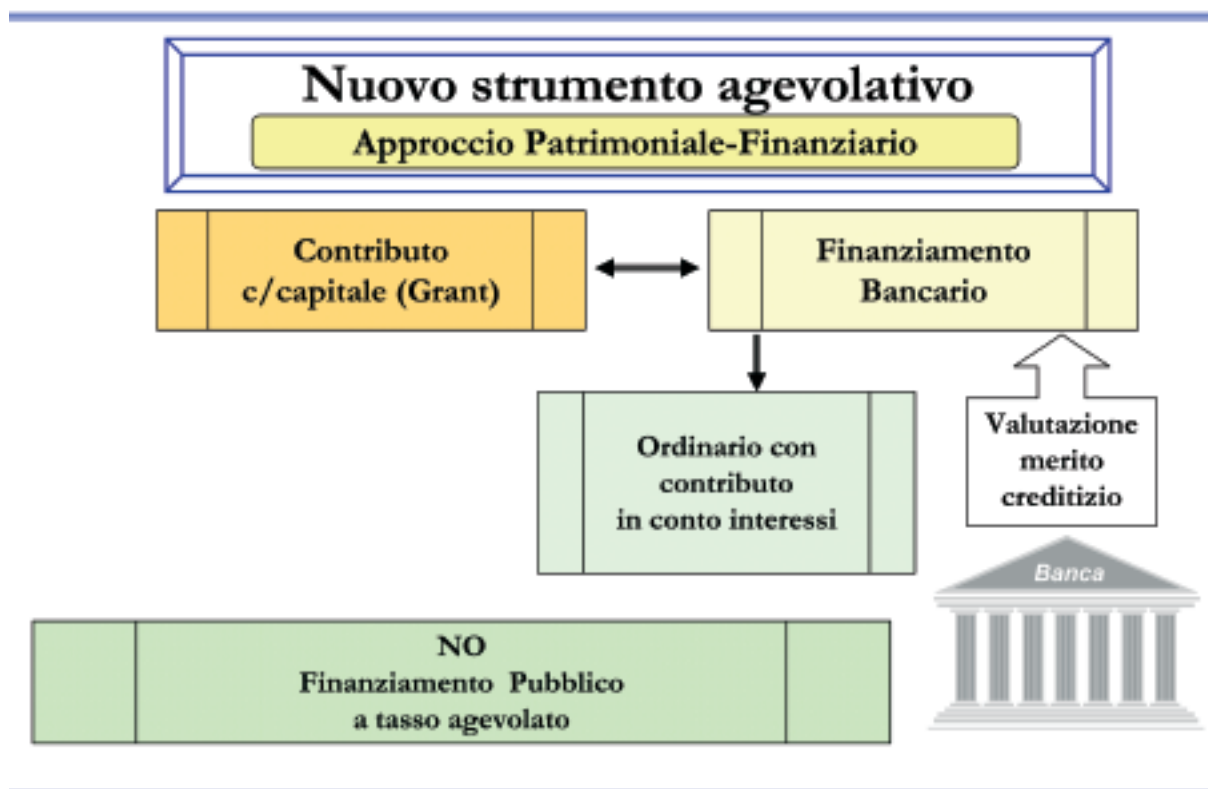
In questo modo si limiterebbe il rischio che vengano ripianate, attraverso l'utilizzo di fondi di garanzia pubblici, perdite legate ad investimenti fallimentari.



Anche ai fini dell'accesso alle agevolazioni finanziarie previste dallo strumento proposto di sostegno agli investimenti, diviene fondamentale la realizzazione e la costruzione di un nuovo e più trasparente rapporto tra banche ed imprese, passando da un approccio di transaction banking ad uno di relationship banking.

L'evoluzione del mercato finanziario e l'entrata in vigore delle nuove impostazioni regolamentari previste da "Basilea 2" hanno portato ciascuna banca a perfezionare dei nuovi percorsi automatici – sistemi di rating – di valutazione del merito creditizio che tenderanno a premiare quelle imprese che adotteranno maggiore chiarezza e trasparenza nella propria comunicazione finanziaria, riducendo sensibilmente le asimmetrie informative.



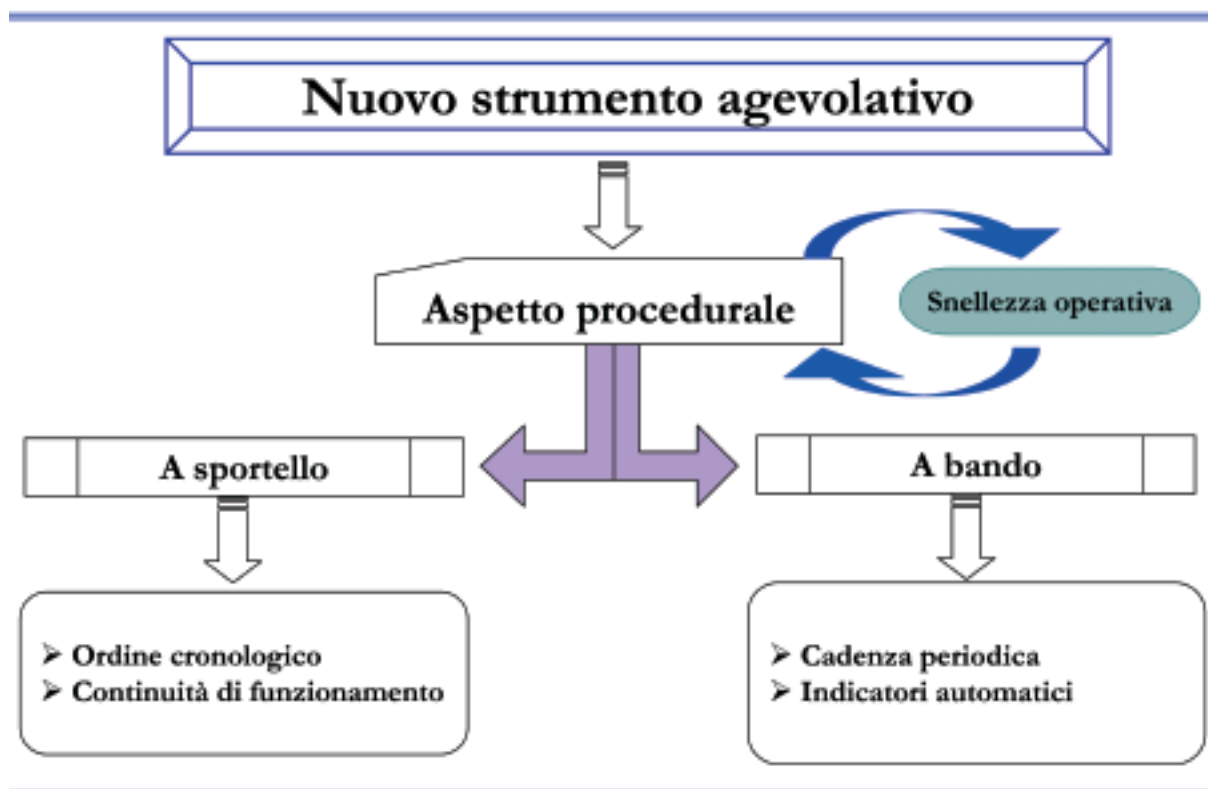


Allo scopo di agevolare prevalentemente le imprese di piccola e media dimensione, ma anche per stimolare gli investimenti delle grandi imprese nelle aree depresse, lo strumento agevolativo potrebbe prevedere anche la concessione di un contributo in conto capitale o grant, da utilizzare solo in presenza di un finanziamento bancario – sempre secondo proporzioni da stabilire – a tasso ordinario e/o agevolato con contributo in conto interessi.

La leva per l'attivazione del finanziamento bancario (ordinario e/o agevolato) sarebbe costituita, nella fattispecie, dal contributo in conto capitale.

Valgono le stesse considerazioni fatte per l'approccio finanziario circa la valutazione del merito creditizio dell'impresa richiedente ed il miglioramento della comunicazione finanziaria.

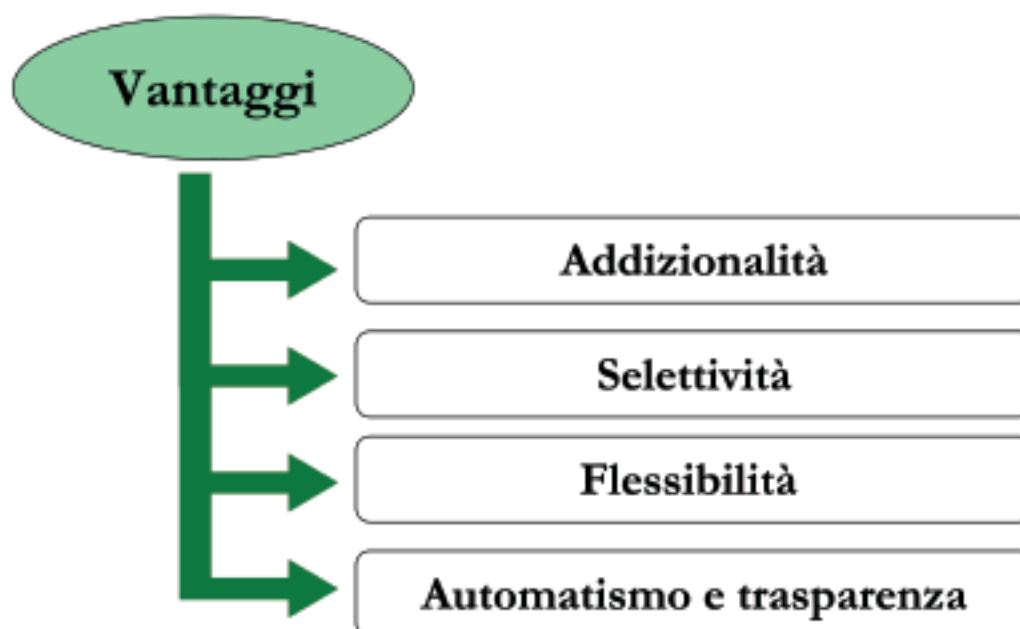
Resta esclusa – in questa modalità di approccio – la possibilità per l'impresa di optare per il finanziamento pubblico a tasso agevolato.



Sotto un aspetto procedurale il funzionamento del nuovo strumento agevolativo sarebbe caratterizzato da snellezza operativa in quanto tutte le attività connesse alle agevolazioni verrebbero effettuate dalla Banca finanziatrice (o Istituto di Leasing), evitando così la sovrapposizione di enti e di ruoli.

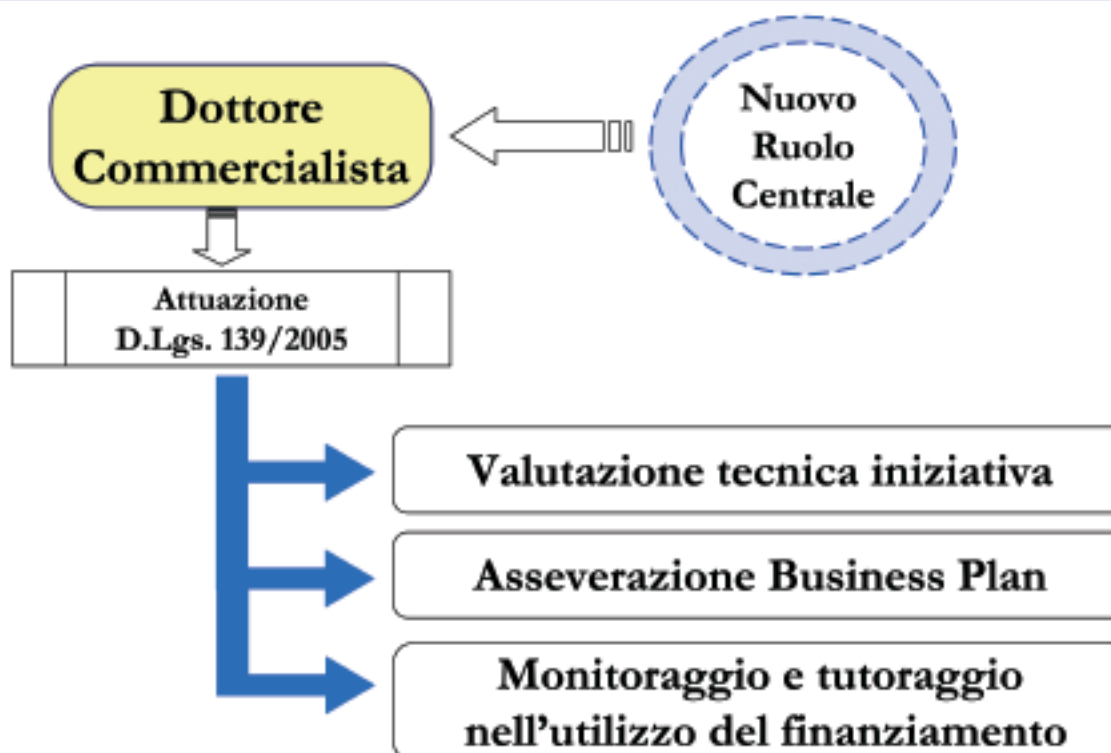
L'accesso alle agevolazioni potrebbe essere attuato, alternativamente o congiuntamente, mediante una procedura:

- a sportello, ossia su un meccanismo che prevede l'agevolazione delle singole domande secondo l'ordine cronologico di delibera, nei limiti dello stanziamento disponibile, cercando di garantire una continuità di funzionamento dello strumento;
- a bando, qualora venissero inseriti fattori di premialità, stabiliti con cadenza periodica, anche in funzione di specifiche esigenze regionali di sviluppo territoriale. La concessione delle agevolazioni, in questo caso, dovrebbe essere effettuata sulla base di meccanismi di tipo automatico che – eliminando qualsiasi discrezionalità nel processo di valutazione dei parametri di graduatoria – garantiscano la massima trasparenza.



Tale meccanismo di concessione consente il conseguimento dei seguenti vantaggi:

- l'addizionalità, intesa come capacità di riuscire a stimolare, selezionare e finanziare prevalentemente quei progetti d'investimento che altrimenti non verrebbero realizzati;
- la selettività, intesa come capacità di ridurre se non eliminare i fenomeni di moral hazard e di adverse selection, riuscendo a selezionare tutti quegli interventi che danno maggiore garanzia in termini di affidabilità e durata nel tempo;
- la flessibilità, in quanto lo strumento agevolativo consentirebbe l'utilizzo di diverse forme tecniche di concessione delle agevolazioni e di finanziamento, in funzione delle specifiche esigenze delle imprese;
- l'automatismo e la trasparenza, in quanto le agevolazioni verrebbero concesse in modo automatico, sia in caso di procedura a sportello, sia in caso di procedura a bando (in questo caso le graduatorie verrebbero ordinate sulla base di specifici parametri oggettivi determinati in funzione delle priorità di sviluppo locale e nazionale).



Un ruolo centrale, nell'ambito della concessione delle agevolazioni previste dal nuovo strumento di incentivazione, potrà essere svolto dal Dottore Commercialista, dando così operatività alla delega contenuta nel D. Lgs. n. 139/2005 (art. 1 comma 3 lettere m ed n).

Il professionista potrebbe, infatti, prestare la propria attività di valutazione tecnica dell'iniziativa d'impresa, di asseverazione del business plan, di monitoraggio e tutoraggio nell'utilizzo del finanziamento agevolato (pubblico e/o con contributo in conto interessi).

## GLOSSARIO TEMATICO

### CRISI

#### **ABS**

Asset backed security (obbligazione garantita da attività): obbligazione che trae origine dalla cartolarizzazione di crediti. L'abs può anche essere strutturata, in questo caso il suo rimborso e/o rendimento sono indicizzati all'andamento di parametri predefiniti. Le abs differiscono a seconda del collaterale tipo di credito a cui sono collegate: mortgage backed security, certificate for card receivable, credit card receivable, trade receivable. Esse si distinguono invece in base alla garanzia in: collateralized bond obligation, credit loan obligation, collateralized debt obligation.

#### **AUTHORITY**

Organo di emanazione governativa incaricato di precisi compiti di controllo e regolamentazione secondaria. In Italia, fra gli altri: Antritrust, Banca d'Italia, Consob.

#### **BAILOUT**

Salvataggio, con un'iniezione di liquidità, di un soggetto vicino alla bancarotta. L'ex segretario Usa al Tesoro, Henry Paulson, definì il suo piano "speedy bailout": salvataggio rapido.

#### **BANCA D'ITALIA**

Autorità di vigilanza sugli intermediari creditizi e sul sistema bancario e finanziario per la tutela del risparmio sancita dall'articolo 47, primo comma, della Costituzione italiana.

#### **BCE**

La Banca centrale europea è l'Istituto centrale di emissione dell'euro con sede a Francoforte. Ha il compito di gestire la politica monetaria degli Stati aderenti alla moneta unica ed ha come obiettivo principale il contenimento dell'inflazione.

#### **BENCHMARK**

Parametro oggettivo di riferimento di un investimento. Esso si costruisce mediante indici rappresentativi del profilo rischio/rendimento dei mercati e degli strumenti finanziari. Esprime i rischi connessi al prodotto d'investimento specifico ed è utile al fine di valutarne l'efficienza.

#### **BENI RIFUGIO**

Beni in cui gli investitori dirottano le proprie risorse durante periodi di crisi finanziaria: metalli preziosi, commodities, petrolio, immobili.

#### **CARTOLARIZZAZIONE**

Procedimento di emissione di obbligazioni da parte di una banca, o società finanziaria, con rimborso garantito dall'incasso periodico dei flussi finanziari originati dal cosiddetto sottostante: rate di mutui, rendimenti di altre attività finanziarie, ecc.

#### **CASSA DEPOSITI E PRESTITI**

Ente pubblico finanziario controllato dallo Stato e da Fondazioni, soprattutto bancarie, con veste giuridica di società per azioni. Le attività della Cassa sono finanziarie gli investimenti dello Stato e di altri Enti pubblici, nonché finanziarie opere, impianti, reti, dotazioni destinati alla fornitura di pubblici servizi ed alle bonifiche.

#### **CDO**

Collateralized debt obligation: una asset backed security che ha la duplice garanzia derivante da un'obbligazione e da un credito bancario. Generalmente sono titoli emessi da società veicolo a cui vengono conferite attività finanziarie: mutui su persone fisiche, prestiti immobiliari per uffici, industrie o centri commerciali, obbligazioni societarie e altro ancora. Queste attività garantiscono l'emissione di titoli con varie combinazioni di rischio e di rendimento.

#### **CDS**

Credit default swap: strumento finanziario che si configura come una polizza assicurativa che l'operatore A sottoscrive con l'operatore C in conseguenza dell'acquisto di un'obbligazione emessa dall'operatore B al fine di coprirsi dal rischio che B non riesca a rimborsare il capitale alla scadenza.

#### **CMBS**

Commercial mortgage backed securities: tipologia particolare di asset backed securities. L'emittente è una società veicolo creata da istituti bancari i cui titoli sono segmentati secondo il grado di rischio. Accolgono sia rischi di credito (fallimento del



debitore ultimo) sia il rischio liquidità (paralisi del mercato in seguito all'incertezza relativa al valore effettivo dei titoli).

#### **COMMODITY FUTURES MODERNIZATION ACT**

Deregolamentazione attuata nel 2000 negli Usa relativamente ai cosiddetti derivati, fra cui i credit default swap. Da molti autori giudicata, unitamente al Gramm-Leach-Bliley Act, come causa del mancato controllo sulle emissioni di strumenti ad alto rischio (cds, subprime, etc.).

#### **CONSOB**

Autorità indipendente che vigila sui mercati finanziari italiani al fine di garantire la trasparenza e la correttezza delle operazioni di investimento nonché della gestione delle società quotate emittenti di azioni ed obbligazioni.

#### **CORE TIER 1**

Indicatore della solidità patrimoniale delle banche. Deriva dal rapporto fra il patrimonio al netto delle azioni proprie, dell'avviamento, delle immobilizzazioni immateriali e delle perdite di esercizi precedenti sul totale delle attività di bilancio ponderate per il rischio.

#### **CREDIT CRUNCH**

Fase economica nella quale si origina una restrizione del credito che succede ad una precedente fase di espansione dello stesso ed è caratterizzata dall'innalzamento dei tassi di interesse o dall'estensione di riduzioni generalizzate di affidamenti.

#### **DEFICIT PUBBLICO**

Eccedenza annuale delle uscite di uno Stato rispetto alle sue entrate. Viene comparato con il Pil dello stesso Stato. Il rapporto tra queste due grandezze è uno dei parametri posto sotto controllo dal trattato di Maastricht per il mantenimento dei requisiti di adesione all'Euro.

#### **DEPRESSIONE**

Fase discendente del ciclo economico; in generale rappresenta una crisi economica più grave della semplice recessione in quanto ritenuta di più lunga durata.

#### **EURIBOR**

EUR Inter Bank Offered Rate: tasso medio di interesse delle transazioni finanziarie negli Stati aderenti alla moneta unica avvenute tra gli Istituti

bancari. I contratti di mutuo a tasso variabile sono generalmente agganciati ad esso e maggiorati di uno spread.

#### **FAIR VALUE**

È il cosiddetto valore equo introdotto dagli IAS/IFRS quale criterio di valutazione tipicamente delle attività di natura finanziaria.

#### **FED**

Federal Reserve: banca centrale degli Usa. Le sue funzioni sono di emissione del dollaro, controllo dell'andamento del credito e gestione della politica monetaria mediante l'intervento sui tassi di interesse. I suoi obiettivi principali sono il contenimento dell'inflazione e l'incentivo allo sviluppo economico.

#### **FMI**

Il fondo monetario internazionale ha come scopi istituzionali la promozione della cooperazione monetaria internazionale, l'espansione del commercio internazionale, la promozione della stabilità dei cambi.

#### **FONDI SOVRANI**

Sono fondi di investimento controllati direttamente dai Governi di alcuni Stati. Il loro scopo è l'investimento del surplus fiscale o delle riserve di valuta estera in strumenti finanziari.

#### **FONDO INTERBANCARIO DI TUTELA DEI DEPOSITI**

Consorzio di diritto privato riconosciuto dalla Banca d'Italia con lo scopo di garantire i depositanti delle banche consorziate entro i limiti di 103.291,38 euro per depositario.

#### **FSF**

Financial stability forum, istituito dal G7 per studiare cinque aree: rafforzare la vigilanza sul capitale, migliorare la liquidità e la gestione del rischio, migliorare la trasparenza e la valutazione del rischio, studiare eventuali cambiamenti del ruolo e dell'uso del rating, rafforzare la capacità di risposta delle Authorities.

#### **GAFI**

Groupe d'action financière, o FATF (financial action task force): organismo intergovernativo che ha l'obiettivo di promuovere le politiche di lotta contro il riciclaggio dei capitali e il finanziamento del terrorismo sia su scala nazionale che su scala internazionale.

**GRAMM-LEACH-BLILEY ACT**

Radicale riforma bancaria americana del 1999, che ha allentato i controlli sulle banche d'investimento e sugli istituti di credito ipotecario.

**INFLAZIONE**

È l'incremento della quantità di moneta circolante nel tempo ma comunemente è utilizzato per indicare l'aumento dei prezzi dei beni di consumo e dei servizi.

**LEVERAGE**

È il grado di indebitamento.

**MAASTRICHT**

Città olandese sede del Trattato sull'Unione Monetaria Europea nel 1992. I parametri di Maastricht concernono la stabilità dei prezzi, la sostenibilità della posizione finanziaria pubblica, la stabilità del cambio e i tassi di interesse.

**MARK TO MARKET**

Esprime la valutazione del mercato relativamente alle attività e passività finanziarie accolte nei bilanci delle società.

**MERCATO**

Economicamente rappresenta il luogo, anche non fisico, in cui si svolgono gli scambi economici del sistema di riferimento.

**PIL**

Prodotto interno lordo: valore complessivo dei beni e dei servizi prodotti all'interno di uno Stato in un certo intervallo di tempo, generalmente annuale, e destinati ad usi finali (consumi finali, investimenti, esportazioni nette).

**RATING**

Valutazione della solidità finanziaria di una società o di uno strumento finanziario emesso da apposite agenzie (fra le altre: Standard&Poor's, Moody's, Fitch). La scala valutativa generalmente va da AAA (massima sicurezza) a C o D (società insolvente).

**RMBS**

Residential mortgage-backed securities: obbligazioni che appartengono alla categoria delle abs. Le emittenti sono generalmente società veicolo create da banche ed i titoli emessi sono segmentati a seconda del loro grado di rischiosità. Tuttavia è possibile creare titoli cosiddetti sintetici, come i cdo,

che comprendono anche rmbs di diverso grado di rischio contemporaneamente, dai mutui subprime a mutui affidabili.

**RWA**

Risk weighted assets: attività valutate con la ponderazione del loro rischio intrinseco. Sono le attività regolate per cassa e "fuori bilancio" – strumenti derivati e garanzie – delle banche che vengono classificate e ponderate in base a coefficienti legati ai rischi previsti dalla normativa vigente. Maggiore è il livello di Rwa, maggiore sarà il livello di patrimonializzazione necessario per avere un Core Tier 1 su livelli di sicurezza.

**SEC**

Securities and exchange commission: authority che controlla le società quotate sulla borsa di Wall Street e sulle altre Borse statunitensi.

**SIV**

Structured investment vehicle: fondo che si indebita sul mercato dei commercial paper e usa questi fondi per comperare titoli "lunghi" come Abs, Cmbs, Rmbs e altri titoli cartolarizzati. Lo spread fra il loro rendimento ed il costo del finanziamento a breve origina l'utile del Siv. Questa discrasia temporale fra orizzonte di investimento ed orizzonte di approvvigionamento origina un potenziale rischio di liquidità.

**SOCIETA' VEICOLO**

Detta anche "conduit", "special purpose entity" o "special purpose vehicle": società creata ad hoc, originata dall'apporto di alcune attività da parte di una banca o società privata, che emette titoli cartolarizzati. Attraverso la società veicolo si consegue la raccolta di liquidità immediata e si ottiene un trasferimento del rischio in capo alla società veicolo.

**SOFFERENZA**

Stato di difficoltà, utilizzato in campo finanziario per definire quei crediti il cui incasso diviene, appunto, in sofferenza.

**SPREAD**

Differenza, generalmente calcolata come divario fra il rendimento di due titoli. Defizione molto utilizzata anche per definire la maggiorazione, rispetto ad un tasso di riferimento come ad esempio l'eurobor, applicata da una banca in sede di erogazione di finanziamenti.

**SUBPRIME**

Finanziamenti erogati dalle banche statunitensi a clienti di difficile solvibilità. Questa maggiore rischiosità ha il costo dell'applicazione di tasso di interesse, commissioni e spese maggiori rispetto alla media ordinaria. I cosiddetti subprime sono di due tipologie: su mutui o su carte di credito. L'istituto di credito, al fine di coprirsi dal rischio insolvenza del cliente, generalmente cartolarizzava questi crediti emettendo obbligazioni ad alto rendimento, basate sui flussi di cassa dei rimborsi sottostanti, che sono state acquistate da investitori istituzionali o portate sui mercati finanziari.

**TASSO BCE**

Tasso delle operazioni di rifinanziamento, cioè quello che gli istituti bancari sono tenuti a pagare quando prendono a prestito del denaro dalla Banca centrale europea. Il tasso bce è meno volatile dell'eurobor in quanto dipende dalle decisioni di politica economica prese dalla banca centrale europea stessa.

**TASSO DI INTERESSE**

Rappresenta la percentuale, fissa o variabile, da applicare al capitale dato a prestito per determinare il rendimento, per il concedente, ed il costo, per il beneficiario. Viene generalmente espresso in percentuale con riferimento ad un dato lasso temporale, solitamente annuale. Il livello di tasso di interesse richiesto dal mercato per erogare un finanziamento dipende dalla moneta di riferimento, dalla solvibilità del debitore, dalla durata e dall'ammontare del prestito stesso.



## BORSA

### ADVISOR

Esperto in problematiche finanziarie di norma legate a quotazioni od a consulenze inerenti quote azionarie (specie nelle privatizzazioni ove si identifica con istituto bancario o importante società di revisione contabile).

### AGENZIA DI RATING

Società che valuta il merito creditizio e l'affidabilità di un emittente di strumenti finanziari, sia società che ente pubblico o Stato sovrano.

### AIM

Alternative Investment Market: mercato non regolamentato, gestito dalla London Stock Exchange. È stato realizzato per rispondere alle esigenze delle aziende minori attraverso un processo di ammissione flessibile e semplificato. Il suo vantaggio sta nel fatto che offre tutti i benefici della quotazione in un ambiente regolamentare concepito per società più piccole che intendano sviluppare la propria attività.

### AIM ITALIA

Alternative Investment Market Italia: mercato di Borsa Italiana destinato alle piccole e medie imprese.

### ALL STARS

Indice azionario dei titoli che fanno parte del segmento titoli con alti requisiti (detto anche STAR). All'inizio, l'indice All Stars comprendeva i titoli dei segmenti di Borsa Italiana Star e techSTARS. Con la chiusura del segmento techSTARS di Borsa Italiana, e del relativo indice, i titoli quotati nel techSTARS sono confluiti nel segmento Star. Da allora, l'indice All Stars considera tutte le aziende dello Star.

### ANASF

Associazione italiana promotori finanziari

### ASSOGESTIONI

Associazione italiana del risparmio gestito che rappresenta le società di gestione del risparmio italiane ed estere operanti nel territorio italiano.

### ASSORETI

Associazione Italiana delle società di distribuzione finanziaria.

### BLUE CHIP

Società quotata a grande capitalizzazione.

### BOND VISION

Piattaforma di contrattazione elettronica di titoli di Stato e altri titoli, gestita dalla società per il mercato dei titoli di Stato (MTS) e basata su un sistema di aste competitive.

### BORSA ITALIANA S.P.A.

Società privata, con un azionariato composto da banche, Sim, associazioni di emittenti e altri attori del mercato, che gestisce e disciplina il mercato borsistico. Il primo ottobre 2008 è stata completata la fusione tra Borsa Italiana S.p.A. e London Stock Exchange Group plc, creando il primo gruppo borsistico europeo diversificato e gettando le basi per un'ulteriore forte crescita a livello europeo e mondiale.

### CODICE DI AUTODISCIPLINA

Documento di autoregolazione, ad adesione volontaria, adottato dalle imprese emittenti strumenti finanziari quotati alla Borsa Italiana, avente il fine di aumentare l'affidabilità degli emittenti agli occhi degli investitori. L'adesione è obbligatoria solo nel caso di società aspiranti alla quotazione nel segmento titoli con altri requisiti.

### CODICE ETICO

Elemento base della cultura aziendale, è un documento ufficiale in cui vengono fissati i Principi di "deontologia aziendale" che il management deve rispettare, nei quali si rispecchia e ai quali coerentemente si devono adeguare tutti i soggetti con i quali esso opera, sia interni che esterni.

### CODICE PREDI

Codice di autoregolamentazione della governance istituito per Società quotate alla Borsa Italiana.

### DOW JONES

Dow Jones Industrial Average: il più noto indice della borsa di New York (il NYSE – New York Stock Exchange). È stato creato negli Stati Uniti per valutare i ritmi di crescita dell'economia americana. L'indice è calcolato soppesando il prezzo dei principali 30 titoli di Wall Street.

**EURONEXT**

Gruppo che gestisce la borsa paneuropea a struttura federativa comprendente le borse di Parigi, Bruxelles, Amsterdam, Lisbona e l'indice britannico LIFFE. Recentemente Euronext si è fusa con il Nyse, dando vita a NYSE Euronext, il più importante mercato finanziario transatlantico.

**EUROSTOXX**

Indice azionario di riferimento delle maggiori società quotate in Europa

**FITCH**

Società di rating, che valuta il merito creditizio e l'affidabilità di un emittente di strumenti finanziari, sia società che ente pubblico o Stato sovrano.

**FTSE**

Financial Times Stock Exchange: indice gestito dal FTSE Group, una società che originariamente era nata come joint venture tra il Financial Times e il London Stock Exchange. È un indice azionario delle 100 società più capitalizzate quotate al London Stock Exchange. L'indice è quotato dal 3 gennaio 1984.

**GESTIONE ACCENTRATA**

Attività svolta da un soggetto privato o pubblico con il fine di velocizzare e razionalizzare la custodia, la gestione e la circolarizzazione degli strumenti finanziari, soprattutto quelli la cui emissione e circolazione sia stata dematerializzata (soppressione del supporto cartaceo per mezzo di un sistema di scritturazione contabile elettronico).

**IDEM**

Italian derivatives market: Mercato Italiano dei derivati ove sono negoziati contratti che per loro natura "derivano" il proprio valore da attività o strumenti sottostanti. È nato nel novembre 1994 con l'inizio della negoziazione per via telematica del contratto future sull'indice Mib30 (Fib30). Oggi quota futures, minifutures e opzioni sull'indice S&P/MIB, Futures e opzioni su singoli titoli

**INFORMAZIONI PRICE SENSITIVE**

Fatti che accadono nella sfera di attività degli emittenti quotati, non di pubblico dominio, che devono essere resi pubblici se idonei a influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari.

**INTERNALIZZATORI SISTEMATICI**

Intermediari che, su base organizzata, sistematica

e frequente, agiscono come controparte diretta per l'esecuzione degli ordini dei clienti. Gli internalizzatori sistematici forniscono operatività sulle azioni trattate su base continuativa. Le loro quotazioni devono rappresentare prezzi vincolanti per le negoziazioni fino ad un certo quantitativo soglia (definito come quantitativo standard di mercato). Gli internalizzatori sistematici non sono obbligati a quotare prezzi per tutte le azioni quotate; possono quotare un sottoinsieme di azioni e questo sottoinsieme può cambiare nel tempo.

**INVESTITORE ISTITUZIONALE**

Operatore che, in via esclusiva o prevalente, esercita attività finanziaria sui mercati.

**LSE**

London Stock Exchange: principale borsa del Regno Unito e una delle borse più antiche del mondo. Il primo di ottobre 2008 è stata completata la fusione tra Borsa Italiana S.p.A. e London Stock Exchange Group plc, creando il primo gruppo borsistico europeo diversificato e gettando le basi per un'ulteriore forte crescita a livello europeo e mondiale.

**MAC**

Mercato alternativo del capitale: mercato organizzato e gestito da Borsa Italiana dedicato alle piccole imprese costituite nella forma di società per azioni che intendono accedere al mercato del capitale di rischio, con una procedura semplificata. L'investimento in azioni negoziate sul MAC è riservato a soggetti in grado di compiere autonome valutazioni sulla rischiosità dell'investimento e quindi esclusivamente a Investitori Professionali. Con l'entrata in vigore della MIFID ha assunto lo status di Sistema multilaterale di negoziazioni, sistema di scambi organizzati la cui gestione è svolta da Borsa Italiana.

**MARKET ABUSE**

Abuso di mercato. In generale, si ha quando gli investitori subiscono, direttamente o indirettamente, conseguenze sfavorevoli del comportamento di altri soggetti che hanno approfittato di informazioni confidenziali, falsato il meccanismo di determinazione dei prezzi degli strumenti finanziari o divulgato informazioni false o ingannevoli.

**MARKET MAKER**

Il market maker (o Dealer) è un intermediario finanziario specializzato che pubblica i prezzi di acqui-

sto e di vendita dei titoli quotati in borsa e di suo possesso permettendo a tutti gli altri investitori di comprare o vendere a quei prezzi. Il ruolo del market maker è modificare continuamente i prezzi in base a ciò che accade e il suo business è sfruttare lo spread fra prezzo denaro (a cui è disposto a comprare) e prezzo lettera (a cui è disposto a vendere). Più market makers operano in un mercato, più la concorrenza aumenta e quindi lo spread diminuisce, a favore degli investitori.

#### **MERCATI NON REGOLAMENTATI**

Mercati finanziari non soggetti alla regolamentazione base dei mercati regolamentati; tipicamente più snelli e meno costosi per gli emittenti. Sono comunque soggetti al controllo delle Autorità Nazionali di Borsa.

#### **MERCATI REGOLAMENTATI**

Si definisce regolamentato il mercato finanziario quando è iscritto in un elenco redatto dallo Stato in cui si trova la sede statutaria dell'organismo e quando funziona regolarmente in conformità alle disposizioni elaborate o approvate dalle autorità competenti che ne definiscono le condizioni di funzionamento, d'accesso e di ammissione alla quotazione.

#### **MIBTEL**

Indice del mercato italiano di borsa telematico.

#### **MIDEX**

È un indice di borsa che considera le quotazioni di aziende italiane ed estere che fanno parte del segmento Blue Chip del MTA e del MTAX (ex Nuovo Mercato) e che non sono incluse nell'indice S&P/MIB.

#### **MOODY'S**

Società di rating, che valuta il merito creditizio e l'affidabilità di un emittente di strumenti finanziari, sia società che ente pubblico o Stato sovrano.

#### **MOT**

Mercato telematico delle obbligazioni e dei titoli di Stato. È uno dei sei comparti della Borsa dove si negoziano obbligazioni diverse da quelle convertibili e titoli di Stato.

#### **MTA**

Mercato telematico azionario: uno dei sei comparti della Borsa dove si negoziano azioni, obbligazioni convertibili, warrants, diritto d'opzione, quote o azioni di Oicr quotati in Borsa.

#### **MTS**

Mercato telematico all'ingrosso dei titoli di Stato: mercato secondario dei titoli di Stato, quotati e non quotati in Borsa, dove le negoziazioni avvengono tramite un'organizzazione di operatori non aperta al pubblico che opera con circuito telematico.

#### **MTS CORPORATE**

MTS specifico per le obbligazioni emesse da società private.

#### **NASDAQ**

National association of securities dealers automated quotation: principale mercato non regolamentato su scala mondiale, recentemente aggregatosi con Euronext

#### **NIKKEY**

Indice della Borsa valori di Tokyo, in cui sono quotati i 225 titoli a più alta capitalizzazione del mercato nipponico.

#### **NYSE**

New York stock exchange (denominata anche "Big Board"): la più grande borsa valori del mondo per volume di scambi e la seconda per numero di società quotate. Recentemente il NYSE si è fuso con Euronext, dando vita a NYSE Euronext, il più importante mercato finanziario transatlantico e con la maggiore liquidità.

#### **NOMAD**

Nominated Adviser: società approvata dal London Stock Exchange (LSE) come intermediario specializzato per l'Alternative Investment Market (AIM) e il cui nome è stato immesso nel registro dei NOMAD pubblicato dalla London Stock Exchange. Sovrainvende all'ammissione di nuove emissioni dell'AIM e agisce anche come regolatore. Tipicamente è una società o una banca d'investimento, con esperienza nell'avvicinare le imprese al mercato dei capitali. Medesimo appellativo viene usato per l'AIM Italia, sotto l'egida di Borsa Italiana.

#### **OICVM**

Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari: fondi di investimento costituiti e autorizzati conformemente alle disposizioni della direttiva 85/611/CEE. La direttiva stabilisce requisiti comuni per l'organizzazione, la gestione e la supervisione del fondo. Essa stabilisce le norme relative alla diversificazione, alla liquidità e al ricorso all'effett-



to leva. La direttiva elenca una serie di attività nelle quali il fondo è autorizzato a investire. Una volta ottenuta l'autorizzazione i fondi OICVM possono essere offerti al pubblico in tutta la UE, previa notificazione a ciascuno Stato membro in cui sono commercializzati.

#### **RISCHIO DI CREDITO FINANZIARIO**

Rischio finanziario riscontrabile nelle operazioni in capitale di debito e specificatamente nel caso di emissione di obbligazioni. Consiste nella possibilità che l'emittente non faccia fronte agli obblighi di rimborso.

#### **S&P**

Standard & Poor's: società di rating, che valuta il merito creditizio e l'affidabilità di un emittente di strumenti finanziari, sia società che ente pubblico o Stato sovrano.

#### **S&P/MIB**

Il più significativo indice azionario della Borsa italiana che raccoglie le azioni delle 40 maggiori società italiane ed estere quotate sui mercati gestiti da Borsa Italiana.

#### **SeDeX**

Mercato di Borsa Italiana dedicato alla negoziazione di Covered Warrant, Leverage Certificates ed Investment Certificates.

#### **SERVIZI DI INVESTIMENTO**

Con tale locuzione la legislazione indica le attività di intermediazione mobiliare che hanno per oggetto strumenti finanziari. Di questa categoria fanno parte, in particolare, la negoziazione di strumenti finanziari, il collocamento, la gestione patrimoniale, la consulenza per gli investimenti finanziari.

#### **SOX**

Il Sarbanes-Oxley Act è una legge emanata nel 2002 dal governo degli Stati Uniti d'America dopo diversi scandali contabili che hanno coinvolto importanti aziende americane. Dai nomi dei senatori Michael G. Oxley (repubblicano) e Paul Sarbanes (democratico), la legge interviene per cercare di migliorare la corporate governance e garantire la trasparenza dell'informativa contabile, agendo anche dal lato penale ed aumentando la responsabilità delle società di revisione.

#### **SPEZZATURE**

Quantitativi di titoli inferiori al lotto minimo che è possibile negoziare in borsa e possono derivare da aumenti di capitale o da raggruppamenti. Si negoziano solo a condizioni e limiti predefiniti nella pre-asta di apertura della Borsa.

#### **SSO**

Sistemi scambi organizzati: insieme di regole e strutture che permettono la raccolta e la diffusione di proposte di negoziazione di strumenti finanziari e di eseguire dette proposte determinando la conclusione dei contratti; tali sistemi sono paralleli ai mercati regolamentati e comunque soggetti al controllo delle Autorità di Borsa.

#### **STAKEHOLDER**

Lo stakeholder di un'impresa è il portatore di un "interesse"; gli stakeholders di un'impresa comprendono, tra gli altri, i clienti, gli investitori, i fornitori e i dipendenti dell'impresa, nonché la comunità di riferimento, i potenziali dipendenti, potenziali investitori, i partner ecc.

#### **STOCKHOLDER**

Lo stockholder di un'impresa è l'azionista che possiede almeno un'azione di una società e che ha perciò titolo ad esercitare i diritti rappresentati dal documento in suo possesso.

#### **TLX**

Società di gestione del mercato, i cui azionisti sono le maggiori banche attive nella negoziazione borsistica, che governa l'omonimo mercato e il sistema di scambi organizzati denominati EuroTLX.

#### **TUF**

Testo unico della finanza (Decreto Legislativo 24/2/1988 n. 58): testo di riferimento per emittenti ed intermediari che operano sui mercati finanziari italiani.

## INVESTIMENTI

### AZIONE

Giuridicamente la singola azione rappresenta la più piccola frazione di partecipazione al capitale sociale di una società per azioni, in accomandita per azioni, o cooperativa a responsabilità limitata per azioni. Tutte le azioni di una stessa categoria attribuiscono ai loro possessori uguali diritti e comportano un'identica partecipazione alla formazione del capitale. Le tre categorie storiche di azioni erano: le azioni ordinarie, le azioni privilegiate e le azioni di risparmio. La riforma del diritto societario del 2004 ha introdotto la possibilità di emettere categorie di azioni differenti, con diversa graduazione di poteri gestori e preferenzialità economiche, secondo l'autonomia statutaria. Il rendimento finanziario dell'azione è costituito dal dividendo distribuito e dall'eventuale plusvalenza originato in sede di cessione.

### BEI

Banca europea per gli investimenti. I titoli obbligazionari da essa emessi sono equiparati ai titoli di stato italiano.

### BERS

Banca europea per la ricostruzione e lo sviluppo. I titoli obbligazionari da essa emessi sono equiparati ai titoli di stato italiano.

### BIRS

Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo. I titoli obbligazionari da essa emessi sono equiparati ai titoli di stato italiano.

### CERTIFICATE

Strumento finanziario che replica l'andamento di un'attività sottostante. È uno strumento per attuare la negoziazione in modo indiretto. Ha la caratteristica di essere emesso e garantito da un intermediario cosiddetto market maker, è negoziabile sul Sedex, il mercato dei derivati. In questa categoria rientrano, fra gli altri: i certificates investment ed i certificates leverage. I primi sono caratterizzati dal fatto che hanno oscillazioni lineari con il sottostante. I secondi invece hanno un effetto leva: ad esempio un certificate con leva 25 implica che per ogni variazione di 1 punto percentuale del sottostante il certificate oscilla di 25 punti percentuali.

### CONTRATTI DI CAPITALIZZAZIONE

Contratti assicurativi vita di natura finanziaria a premio unico e rendimento a capitalizzazione secondo un tasso base annuale.

### CORPORATE BOND

Obbligazione emessa da una società di diritto privato, quotata o meno.

### COVERED WARRANT

Investimento in un certificato che attribuisce il diritto di acquistare un altro strumento portatore del diritto a sottoscrivere azioni. Si tratta dunque di un warrant su un equity warrant ed è detto "coperto" in quanto chi lo vende, di solito una banca, possiede in portafoglio gli equity warrants cui esso si riferisce.

### COVIP

Commissione di vigilanza sui fondi pensione.

### DERIVATO

Contratto bilaterale a esecuzione differita che ha come oggetto la variazione di valore di un'attività sottostante. I derivati sono contratti a termine con la caratteristica che l'oggetto è generalmente la compravendita del differenziale di valore originato dall'attività sottostante nel tempo intercorrente fra la sottoscrizione e la scadenza. L'incertezza dell'andamento dell'attività sottostante è proprio la scommessa operata mediante questo contratto a termine. Alla base della sottoscrizione dei derivati vi sono le valutazioni previsionali degli operatori.

### ETC

Exchanged traded commodities: titoli senza scadenza emessi da una società veicolo a fronte dell'investimento diretto in materie prime o in derivati su materie prime.

### ETF

Exchange traded fund: particolare tipologia di fondo di investimento (o Sicav) negoziato in Borsa come un'azione; obiettivo dell'investimento è la replica dell'indice al quale si riferisce (benchmark) mediante una gestione di tipo passivo.

**FONDI APERTI**

I fondi comuni di investimento aperti sono patrimoni autonomi gestiti in monte, suddivisi in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti che hanno diritto di chiedere, in qualsiasi tempo, il rimborso delle quote secondo le modalità previste dallo schema di funzionamento del fondo. La caratteristica dell'apertura è garantita dal fatto che sono a capitale variabile. Il capitale del fondo quindi varia continuamente in relazione ai rimborsi ed alle sottoscrizioni degli investitori ed agli acquisti ed alle vendite realizzate sul mercato dai gestori del fondo.

**FONDI CHIUSI**

Il fondo comune di investimento chiuso invece prevede al momento della sua costituzione sia l'ammontare totale del capitale da sottoscrivere che il numero delle quote; il diritto al rimborso delle stesse è riconosciuto ai partecipanti solo a scadenze predeterminate. Queste caratteristiche garantiscono minore volatilità del patrimonio raccolto dal fondo e quindi consentono investimenti con orizzonte temporale più lungo e a maggior alea speculativa (tipicamente anche in capitale di società non quotate) rispetto a quello della gestione dei fondi aperti.

**FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO IMMOBILIARI**

Fondi comuni di investimento di tipo chiuso il cui patrimonio è investito prevalentemente in immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari. La valutazione del patrimonio è affidata ad esperti indipendenti tenuti a considerare, secondo una molteplicità di fattori e di variabili tecniche reali, la consistenza del patrimonio investito.

**FONDI EQUITY HEDGE**

Fondi comuni di investimento chiusi di tipo speculativo caratterizzati da una gestione allo scoperto su strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati.

**FONDI IN DERIVATI**

Particolare fondo comune che ha la peculiarità di concentrare i propri investimenti in strumenti derivati. Può assumere impegni che traggano origine esclusivamente da opzioni che non superino il venti per cento del valore complessivo netto del fondo stesso.

**FONDI PENSIONE**

I fondi pensione sono sia uno strumento previdenziale in virtù del trattamento pensionistico da loro fornito, sia uno strumento finanziario, in quanto investono le proprie riserve sul mercato mobiliare per mezzo di intermediari esterni. I fondi pensione com-

plementari hanno il fine di erogare prestazioni previdenziali a termine ai propri sottoscrittori. Questi possono essere "aperti" o "di categoria". Costituiscono centri di raccolta del risparmio e le loro politiche di investimento sono di medio lungo termine. Le proprie disponibilità costituiscono le risorse con le quali il fondo assolve l'obbligo di erogare, alla fine del periodo contributivo, trattamenti pensionistici sotto forma di capitale (massimo 50% del montante) o di rendita (minimo 50% del montante).

**FORME PENSIONISTICHE COMPLEMENTARI**

Forme di previdenza finalizzate ad erogare una pensione integrativa rispetto a quella erogata dagli istituti di previdenza obbligatoria. Tali forme sono autorizzate e sottoposte alla vigilanza della COVIP, la commissione di vigilanza sui fondi pensione. Sono forme pensionistiche complementari: i fondi pensione negoziali, i fondi pensione aperti, i piani individuali pensionistici, i fondi pensione costituiti ante 1992. La loro funzione è quella di permettere al lavoratore di integrare, al momento del pensionamento, la pensione obbligatoria.

**FUTURES**

Contratto derivato che impegna una parte ad acquistare o vendere, ad una scadenza predeterminata, una specifica attività sottostante al prezzo prefissato. Il risultato dell'operazione consiste quindi nel differenziale fra il prezzo convenzionale ed il prezzo a pronti che il sottostante registrerà a scadenza. Per operare con i futures occorre depositare un apposito margine di garanzia e sottoscrivere contratti allo scoperto, anche con leve elevate; la liquidazione del contratto può avvenire per consegna ovvero per differenza, anche con liquidazioni parziali giornaliere.

**GPF**

La gestione patrimoniale in fondi effettuata da intermediari finanziari implica che l'investimento delle risorse apportate dal cliente vengano esclusivamente investite in quote di fondi comuni di investimento o altri organismi di investimento collettivo del risparmio. È una tipologia di investimento di secondo livello in quanto vi è un'interposizione del gestore (banca o sim) fra il cliente ed il gestore dei singoli fondi su cui è investito il patrimonio.

**GPM**

Gestione patrimoniale mobiliare: servizio di gestione patrimoniale individuale effettuato da intermediari finanziari. Implica che il cliente dà mandato al gestore (banca o sim) di investire le proprie risorse

direttamente in strumenti finanziari azionari od obbligazionari.

#### **INDEX LINKED**

Possono essere sia obbligazioni che polizze vita. Nel primo caso, si tratta di obbligazioni strutturate costituite dall'unione di un'obbligazione ordinaria ed un'opzione call costruita su uno o più indici borsistici di riferimento e implicitamente venduta dall'emittente al sottoscrittore. Il suo rendimento dipende dall'andamento degli indici sottostanti. Nel secondo caso si tratta di una polizza vita a premio unico il cui montante, a differenza dei contratti a capitalizzazione, a scadenza sarà dato dal premio versato rivalutato in proporzione alle variazioni di uno o più indici borsistici.

#### **ISVAP**

Istituto di vigilanza sulla assicurazioni private e di interesse collettivo: ente dotato di personalità giuridica di diritto pubblico che ha il compito di vigilare sulle imprese di assicurazione e riassicurazione mediante poteri autorizzativi, prescrittivi, accertativi, cautelativi e repressivi. Fine ultimo è la tutela del consumatore finale con particolare riguardo alla trasparenza tra impresa assicurativa ed assicurati, nonché riguardo all'adeguata informativa.

#### **MARGINE DI GARANZIA**

Importo che un operatore di un mercato regolamentato deve alla clearing house che deve procedere alla regolamentazione dei contratti conclusi in detto mercato. I margini sono riferiti alle specifiche operazioni poste in essere sugli strumenti finanziari. La garanzia dei contratti è garantita dalla cassa di compensazione e garanzia. I margini si distinguono in: iniziali, giornalieri, in forma di premio, aggiuntivo infragiornaliero. L'importo varia in funzione della tipologia di margine. Il sistema dei margini assicura la costante ed esatta disponibilità dei fondi per il regolamento dei contratti.

#### **MBS**

Mortgage backed security: obbligazione che assicura al sottoscrittore la possibilità in caso di insolvenza dell'emittente, se causata dal mutuatario finale, di percepire i proventi derivanti dalla vendita dell'attività immobiliare sottostante posta a garanzia dell'investimento.

#### **MIFID**

Markets in Financial Instruments Directive: direttiva comunitaria che regola i mercati finanzia-

ri perseguendo l'obiettivo di un mercato finanziario integrato, efficace e competitivo all'interno dell'Unione Europea. Il suo scopo principale è quello di regolamentare l'esecuzione di alcuni servizi finanziari e si inquadra nel più ampio quadro del piano di azione per i servizi finanziari dell'UE.

#### **NAV**

Net Asset Value: criterio tipico di valutazione degli attivi finanziari dei fondi di investimento.

#### **OBBLIGAZIONE**

Strumento finanziario che rappresenta una frazione del debito obbligazionario, convertibile in azioni o meno, emesso dall'emittente. Dall'obbligazione emerge il diritto di credito incondizionato ad ottenere il rimborso del prestito, nonché il diritto al percepimento dell'interesse alle scadenze e con le modalità prestabilite. L'obbligazione non attribuisce quindi alcun potere inerente la gestione dell'emittente ma consiste in un mero titolo di credito. Se giuridicamente il diritto al rimborso del capitale ed al percepimento dell'interesse sono garantiti, a livello finanziario può capitare il caso in cui il default dell'emittente non garantisca il soddisfacimento di tale diritto giuridico. All'interno di questa categoria generale troviamo sia i titoli di stato che i corporate bond.

#### **OIC**

Organismi di investimento collettivo.

#### **OICR**

Organismi di investimento collettivo del risparmio: in genere fondi comuni di investimento collettivo e società di investimento a capitale variabile.

#### **OPTION**

Opzione: contratto derivato che impegna una parte a concedere ad un'altra, contro il pagamento di un prezzo, il diritto di acquistare (call) o vendere (put), ad una scadenza prefissata, una certa attività fondamentale ad un prezzo ugualmente predefinito. La convenienza dell'esercizio dell'opzione o dell'abbandono è originato da rapporto fra il prezzo a scadenza ed il prezzo predefinito e può essere: in the money (conveniente); at the money (indifferenza); out of the money (non conveniente).

#### **OTC**

Over the counter: emissione e negoziazione di uno strumento finanziario al di fuori di un mercato regolamentato poiché non quotato.

**OUTRIGHT**

Contratto a termine in valuta, anche denominato "termine secco".

**PAC**

Piano di accumulo del capitale: modalità di sottoscrizione progressiva di quote di un fondo comune di investimento. Questa modalità consente al risparmiatore di effettuare un versamento iniziale che viene integrato successivamente con cadenza mensile, trimestrale, quadrimestrale, semestrale o annuale attraverso importi fissi o variabili. Meccanismo di risparmio forzoso che il sottoscrittore si impone poiché non dispone di somme elevate ma beneficia di un reddito costante nel tempo.

**PCT**

Vedi Pronti contro termine

**PIC**

Piano di investimento del capitale: modalità di sottoscrizione di quote di un fondo comune di investimento che prevede un versamento in unica soluzione pari al taglio minimo prestabilito. È alternativo al PAC.

**PIP**

Piani individuali pensionistici: le forme pensionistiche individuali possono essere effettuate mediante adesione ai fondi pensione aperti o attraverso contratti di assicurazione sulla vita aventi natura previdenziale. L'adesione avviene su base individuale e l'ammontare del contributo o premio può essere successivamente variato.

**POLIZZA ASSICURATIVA**

Contratto assicurativo che garantisce, con il versamento di un premio alla società assicurativa, il sottoscrittore contro il verificarsi di un evento futuro ed incerto che avrebbe conseguenze dannose per la propria salute o per il proprio patrimonio.

**POLIZZA ASSICURATIVA VITA**

Polizza assicurativa il cui oggetto ha il rischio di morte dell'assicurato, il rischio di sua invalidità permanente ovvero di non autosufficienza nel compimento degli atti della vita quotidiana, da qualsiasi causa derivante.

**PPI**

Piani pensionistici individuali: vedi PIP.

**PRESTITO TITOLI**

Operazione di mutuo avente ad oggetto della garanzia il pegno di determinati titoli. Il soggetto A trasferisce al soggetto B una certa quantità di titoli. B si obbliga a restituire alla scadenza la stessa quantità della stessa specie dei titoli ricevuti. B è altresì tenuto a riconoscere ad A un interesse ad un tasso convenzionale rapportato alla tendenza del titolo mutuato e stimato in modo da rendere l'operazione appetibile rispetto al normale impiego del titolo sul mercato.

**PRONTI CONTRO TERMINE**

Contratti che consistono nella vendita a pronti e nel contestuale impegno di riacquisto a termine, nei confronti della medesima controparte, di determinati titoli. Il prezzo a pronti è il valore corrente dei titoli alla data di stipula. Il prezzo a termine è calcolato capitalizzando il prezzo a pronti con il tasso di interesse convenuto. Il pronti contro termine è perfezionato, e quindi produce effetti giuridici, sin dalla sua stipula.

**REIT**

Real estate investment trust: strumento di investimento immobiliare quotato tipico del sistema americano. Almeno il 75 per cento del patrimonio deve essere investito nel settore immobiliare, non più del 20 per cento da titoli di altri Reit controllati e non più del 5 per cento da altri titoli. Per quanto attiene la fonte dei redditi, il 75 per cento dell'utile lordo deve derivare da operazioni immobiliari (locazioni o interessi da ipoteca/garanzia immobiliare), il 95 per cento dell'utile lordo deve, poi, provenire da operazioni immobiliari includendo anche altre fonti come dividendi e interessi. Infine, il 90 per cento dei redditi imponibili deve essere, annualmente, distribuito come dividendo.

**REVERSE CONVERTIBLE**

Strumento finanziario costituito da un'opzione automatica e da un'obbligazione a tasso fisso. La cedola prevista da questo strumento è nettamente superiore alla media del mercato, statisticamente 4/10 volte. Ciò compensa l'originale facoltà di rimborso, esercitabile dall'emittente: se a scadenza (o durante una finestra di tempo prestabilita) l'azione del medesimo emittente dovesse quotare ad un livello inferiore a quanto predeterminato nel regolamento dell'emissione del prestito obbligazionario, questi potrà assegnare all'obbligazionista un quantitativo prestabilito delle sue azioni anziché rimborsare il capitale per contanti.



**REVERSE FLOATER**

Obbligazione a tasso variabile. L'aumento del parametro di riferimento (generalmente tasso di interesse) origina la diminuzione della cedola, il suo decremento ne determina invece l'aumento.

**RIPORTO**

Vendita a termine di titoli di credito. A trasferisce in proprietà a B determinati titoli di credito contro un determinato prezzo. B assume l'obbligo di trasferire ad A a scadenza la proprietà di altrettanti titoli della stessa specie contro il rimborso del prezzo salvo incremento o decremento convenuto. Inoltre il riporto si perfeziona con l'effettiva consegna a termine dei titoli oggetto del riporto. Non è uno strumento derivato.

**SGR**

Società di gestione del risparmio: società per azioni di diritto italiano autorizzata da Consob e Banca d'Italia alla quale è riservata la prestazione del servizio di gestione collettivo del risparmio, gestione di fondi pensione nonché gestione patrimoniale individuale. Sono iscritte in apposito Albo tenuto dalla Banca d'Italia.

**SICAV**

Società di investimento a capitale variabile: società per azioni a capitale variabile avente per oggetto l'investimento collettivo del risparmio raccolto mediante l'offerta al pubblico delle proprie azioni. La SICAV deve essere autorizzata da Consob e da Banca d'Italia. Possono essere anche multicomparto: sono cioè strutturate in modo tale che ad ogni categoria di azioni corrisponda una determinata tipologia di investimenti.

**SIIQ**

Società di investimento immobiliare quotata: società di investimento specializzate prevalentemente nell'attività di locazione immobiliare. Nascono nel diritto italiano nel 2008 sull'esperienza statunitense dei REIT e godono di un regime agevolativo IRES ed IRAP. Le SIIQ devono svolgere attività di investimento immobiliare finalizzato alla locazione, il valore degli immobili locati deve essere almeno pari all'80% dell'attivo e da queste attività devono ricavare almeno l'80% dei componenti positivi del conto economico.

**SIM**

Società di intermediazione mobiliare: è un intermediario mobiliare autorizzato dalla Consob allo svol-

gimento di tutti i servizi di investimento ed accessori. È sottoposto a vigilanza da parte di Consob e Banca d'Italia.

**STOCK LENDING**

Prestito titoli.

**STRUMENTI DERIVATI**

vedere derivato.

**TITOLI DI STATO**

Categoria di titoli che accoglie tutte le forme di indebitamento dello Stato e degli Enti Pubblici formalizzate come titoli: BOT, BTP, CCT, BOC, BOP, BOR, CTZ. Bot: buono ordinario del Tesoro.

Btp: buono del Tesoro pluriennale.

Cct: certificato di credito del Tesoro.

Boc: buono ordinario comunale.

Bop: buono ordinario provinciale.

Bor: buono ordinario regionale.

Ctz: certificato del Tesoro zero coupon.

**TITOLI EQUIPARATI A QUELLI DI STATO**

Sono quelle obbligazioni che la legge italiana assimila ai titoli di Stato. Sono emessi, fra gli altri, dai seguenti Enti e organismi internazionali: IDA, ATEA, ASE, BEI, BERS, BID, BIRS, BRI, CECA, EURATOM, NATO, ONU, OCSE, FAO, MFO, ESRO, WORLD BANK.

**UIF**

Unità di informazione finanziaria: unità istituita presso la Banca d'Italia, ha compiti e funzioni di analisi finanziaria in materia di prevenzione e contrasto al riciclaggio (ha assorbito le funzioni dell'UIC) e del finanziamento del terrorismo internazionale: analisi delle operazioni sospette, nonché analisi statistica e di studio.

**UNIT LINKED**

È una polizza assicurativa legata ad un fondo comune di investimento. Le risorse versate dal sottoscrittore come premio unico o come insieme di premi periodici vengono investite in fondi comuni indicati espressamente nella polizza. Al momento del decesso del contraente, salvo riscatto anticipato, gli eredi riceveranno un montante in dipendenza dell'andamento dei fondi oggetto dell'investimento. Tale polizza può non garantire un rendimento minimo e nemmeno il rimborso del capitale a scadenza.



## INDEBITAMENTO

### ABI

Associazione bancaria italiana: associazione che raggruppa tutti gli operatori bancari e finanziari italiani.

### ARRANGER

Coordinatore di un'operazione finanziaria, tipicamente di negoziazione di linee di credito in pool o di operazioni di project financing.

### ASSET SWAP

Tipologia di interest rate swap che si basa sullo scambio di posizioni attive invece che passive. Grazie a questo particolare swap è possibile variare soggettivamente l'operazione finanziaria sottostante.

### AUTOLIQUIDANTE

Denominazione di alcune operazioni finanziarie, come lo sconto, l'anticipazione bancaria e il factoring. Tali operazioni, infatti, si autoliquidano essendo il loro buon fine garantito dal credito verso un terzo a fronte del quale la banca effettua l'erogazione.

### BANKIT

Vedi Banca d'Italia.

### BASILEA2

Accordo internazionale con il quale si sono definiti i requisiti di natura patrimoniale per gli istituti di credito in relazione ai rischi assunti. I rischi contemplati da Basilea sono essenzialmente di tre tipi: di credito, di mercato e operativi. Nell'accordo di Basilea 2 sono altresì contenute le normative regolamentari di accesso al credito che hanno modificato la prassi precedentemente seguita con l'introduzione di specifici sistemi di rating del merito creditizio.

### BULLET

Finanziamento con un piano d'ammortamento che prevede, durante tutta la durata del prestito, solo la corresponsione degli interessi, mentre il capitale è rimborsato in un'unica soluzione alla scadenza.

### CAMBIALI FINANZIARIE

Titoli di credito all'ordine emessi in serie, con una durata compresa tra 3 e 12 mesi e un valore nominale unitario non inferiore a 51.645,69 €, che per-

mettono, tramite l'acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, la raccolta del risparmio tra il pubblico da parte dei soggetti diversi dalle banche.

### CERTIFICATO D'INVESTIMENTO

Valore mobiliare, con una durata minima superiore a 12 mesi e un valore nominale unitario non inferiore a 51.645,69 €, che consente, tramite l'acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, la raccolta del risparmio tra il pubblico da parte dei soggetti diversi dalle banche.

### CICR

Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio: organo collegiale del governo italiano istituito nel 1947 con compiti di vigilanza in materia di tutela del risparmio, dell'esercizio della funzione creditizia e in materia valutaria. Le sue scelte sono rese esecutive dal Ministero del tesoro e dalla Banca d'Italia.

### CONFIDI

Deriva dall'abbreviazione di consorzio di garanzia fidi. È un soggetto di diritto privato, originariamente di tipo associativo, costituito in forma di consorzio, società cooperativa, società consortile per azioni, società a responsabilità limitata o per azioni, che esercita l'attività di prestatore di garanzia per l'accesso al credito. È soggetto alla vigilanza della Banca d'Italia e può prendere forma di Banca di Garanzia.

### CONTRATTO A TERMINE

Qualsiasi operazione finanziaria da eseguirsi in un momento futuro rispetto alla data di stipula. Sono esempi di contratti a termine: il future, il forward rate agreement e la vendite a termine di titoli di credito.

### CONTRATTO FORWARD

Contratto con il quale due soggetti si impegnano a scambiarsi ad una certa scadenza e a prezzi prefissati uno specifico bene.

### CONTRATTI FUTURE

Sono contratti, generalmente di investimento su titoli o materie prime, che rappresentano l'impegno tra due controparti ad adempiere in una certa data ad

una certa obbligazione, in genere di acquisto o vendita, secondo condizioni riguardanti prezzo, quantità e qualità, stabilite al momento della stipula.

#### **COVENANTS**

Sono ratios di bilancio contenuti in apposite clausole connesse ai contratti di finanziamento a medio lungo termine e generalmente collegate alle performances economico-finanziarie del prenditore del debito; consentono effetti risolutivi/modificativi delle condizioni contrattuali di pricing o di durata.

#### **CREDIT DEFAULT SWAP**

Strumento finanziario derivato che prezza il rischio di default dell'emittente.

#### **CURRENCY SWAP**

Contratti in cui una parte cede all'altra valuta con il reciproco impegno di effettuare l'operazione inversa alla scadenza del contratto, alle medesime condizioni e allo stesso tasso di cambio.

#### **DEFAULT**

Nei meccanismi di Basilea 2 esprime l'inadempienza contrattuale di natura finanziaria di un soggetto prenditore di debito non sanata entro un dato periodo. Il termine è, per l'Italia per i primi anni di applicazione fino al 2012, pari a 180 giorni, a regime sarà pari a 90 giorni.

#### **EAD**

Exposure at default. Nei meccanismi di Basilea 2 esprime l'esposizione al momento dell'insolvenza di un determinato prenditore di debito.

#### **EQUITY LEASE**

Particolare forma di leasing avente ad oggetto la proprietà di azioni di una società.

#### **EQUITY SWAP**

Operazione finanziaria con cui si trasforma un interesse variabile su un titolo di debito contro il profitto realizzabile con un investimento azionario del medesimo importo iniziale.

#### **FACTORING**

Contratto di cessione di crediti commerciali a banche o società finanziarie specializzate; può essere pro-solvendo, pro-soluto o pro-soluto con clausole di break down (rivalsa al supero di una certa percentuale di insolvenza emergente entro una certa data sul monte crediti ceduto).

#### **FIDEIUSSIONE**

Garanzia consistente nell'assunzione, da parte del fideiussore, dell'obbligo di pagamento che il debitore ha contratto nei confronti del proprio creditore. In caso di inadempimento del debitore, il creditore è quindi assicurato dall'obbligo di intervento del fideiussore. Si distingue in "a prima richiesta" o meno e "con beneficio di preventiva escussione" o senza.

#### **FINANZIAMENTI DESTINATI**

È una particolare forma di finanziamento prevista dalla riforma del diritto societario che ha la caratteristica di attribuire al creditore particolare una priorità sui risultati economico-finanziari derivanti dallo specifico affare finanziato.

#### **FINANZIAMENTI IN POOL**

Finanziamento erogato da più Istituti Bancari, tramite apposite forme contrattuali che realizzano una sorta di accordo consortile di scopo, a favore di una società. La ripartizione del capitale finanziato fra diversi operatori finanziari comporta un frazionamento dell'esposizione al rischio per il singolo finanziatore a parità di rischio proprio del soggetto finanziato. Contrattualmente è un accordo multilaterale fra il lend manager e i consorziati. Il lend manager, detto anche Banca capofila, provvede alla sottoscrizione del contratto di finanziamento con il soggetto finanziato agendo come unico interlocutore e ripartendo i flussi finanziari connessi tra i partecipanti al pool. Peculiarità dell'operazione sono generalmente le ridotte penali per rimborso anticipato, il ricorso a covenants di bilancio, la minor richiesta di garanzie collaterali.

#### **FINANZIAMENTI PONTE (BRIDGE FINANCING)**

Finanziamento a breve termine erogato per far fronte ad un temporaneo fabbisogno di liquidità. Viene definito ponte in quanto serve per traghettare la società nel periodo di urgenza e proprio per questo fine resta in vita solo per il periodo strettamente necessario per l'acquisizione di fondi derivanti da altre forme di finanziamento con carattere più duraturo, tipicamente mutui di medio lungo termine, o da eventuali disinvestimenti patrimoniali.

#### **FINANZIAMENTI REVOLVING**

Particolare forma tecnica di finanziamento, anche in pool, che prevede clausole contrattuali di rinnovo automatico all'esaurirsi dell'utilizzo delle linee affidate in precedenza, all'interno di un plafond che costituisce il tetto massimo di utilizzo.

**FINANZIAMENTI STAND-BY**

Particolare forma tecnica di finanziamento, anche in pool, che prevede la concessione di un plafond di affidamento con utilizzo non necessariamente immediato, e con preavviso di breve periodo. Può prevedere l'impegno a carico del soggetto finanziato di non utilizzare la linea per un dato periodo di tempo od a garantire che la percentuale di utilizzo non ecceda una percentuale media prestabilita.

**FONDI COMUNI**

Sono patrimoni autonomi gestiti in monte e suddivisi in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti che possono chiedere il rimborso delle quote secondo le modalità previste dallo schema di funzionamento del fondo. Si dividono in fondi aperti e fondi chiusi. Nei primi il capitale è variabile e i partecipanti possono richiedere in ogni momento il rimborso delle quote; nei secondi il capitale da sottoscrivere e il numero delle quote sono stabiliti al momento della costituzione e i partecipanti possono chiedere il rimborso delle quote solo a scadenze predeterminate.

**FRA**

Forward rate agreement: contratto per mezzo del quale due controparti s'impegnano a trasferirsi flussi di interessi che si riferiscono a importi nominali che non vengono scambiati durante la transazione. Il regolamento degli interessi avviene in via differenziale

**GARANZIA**

Strumento giuridico che assicura il creditore del corretto adempimento contrattuale degli obblighi del debitore e che, in caso contrario, agevola il recupero del credito in via coattiva grazie alla possibile escussione connessa a singoli beni di proprietà del debitore o di terzi (garanzia reale: ipoteca, pegno, privilegio) o, determinando un vincolo generico sul patrimonio di detti soggetti, con garanzie personali come nel caso della fideiussione.

**GARANZIE PERSONALI**

Strumenti giuridici che garantiscono al creditore l'adempimento degli obblighi del debitore o il recupero coattivo del proprio credito determinando la contemporanea assunzione dell'obbligo a carico del garante, che ha rilasciato garanzia generica con il proprio patrimonio a favore del creditore e nell'interesse del debitore.

**GARANZIE REALI**

Strumenti giuridici che garantiscono al creditore l'adempimento degli obblighi del debitore o il recupero coattivo del proprio credito costituendo uno o più beni in garanzia (ipoteca, pegno, privilegio) al creditore.

**IPOTECA**

È una garanzia che si costituisce su un bene immobile o su un bene mobile registrato. Si costituisce formalmente attraverso l'iscrizione della stessa nel pubblico libro in cui il bene è registrato. Si distinguono ipoteche legali, nate da disposizioni legislative, ipoteche giudiziali, derivanti da titoli giudiziari, e ipoteche volontarie generate da un accordo con il debitore.

**IRS**

Interest rate swap: operazione finanziaria che assume come entità economica (valuta, interesse, tasso di cambio, indice) il differenziale tra due tassi di interesse applicati ad un capitale convenzionale.

**JUNIOR LOAN**

Debito postergato rispetto ad altri finanziamenti.

**LEAD MANAGER**

È la banca capofila in un'operazione di finanziamento in pool che funge da tramite tra il pool di investitori e l'impresa da finanziare. Agisce per conto del pool e nei confronti dell'impresa sulla base di un mandato rilasciato dai partecipanti al sindacato di prestito.

**LEASE-BACK**

Contratto di leasing che prevede la coincidenza tra il fornitore del bene e l'utilizzatore dello stesso. Infatti, il proprietario del bene ne trasferisce la proprietà al concedente il quale, a sua volta, lo concede in leasing all'ex proprietario che in tal modo ne diventa l'utilizzatore dietro pagamento del canone periodico. Al termine del contratto l'utilizzatore ha la facoltà, dietro pagamento del prezzo di riscatto, di acquisire nuovamente la proprietà del bene in oggetto.

**LEASING**

Contratto atipico di finanziamento con il quale un soggetto specializzato concede, a fronte del pagamento di un canone periodico, ad un altro soggetto la disponibilità di un bene per un determinato periodo di tempo. Alla scadenza l'utilizzatore può

decidere se restituire il bene, rinnovare il contratto o riscattare il bene acquisendone la proprietà dietro il pagamento del prezzo residuo.

#### **LENDING**

Attività di finanziamento bancario tipica delle banche commerciali costituita dalle forme tipiche di tecniche bancarie nei confronti del sistema impresa.

#### **LGD**

Loss given default. Nei meccanismi di Basilea 2 esprime la perdita stimata derivante dal default del prestatore del debito.

#### **M**

Nei meccanismi di Basilea 2 esprime la varianza del rischio di credito in funzione della maturità dei finanziamenti in essere su un singolo prestatore del debito.

#### **MUTUI**

Una delle forme tipiche di finanziamento a medio lungo termine. Il mutuo, salvo patto contrario, genera interessi, la mancata corresponsione dei quali, per un numero minimo di rate definito in contratto, concede al mutuante il diritto di risolvere il finanziamento. Può essere chirografario, fondiario o ipotecario; può prevedere una fase di preammortamento ed essere rimborsato a scalare (in varie forme di calcolo degli interessi), a rata fissa o, più raramente, bullet in unica soluzione.

#### **OBBLIGAZIONE CORPORATE**

Denominazione dei titoli di una emissione obbligazionaria effettuata da società quotata per differenziarla dall'obbligazione di emittente di Stato sovrano.

#### **PD**

Probability of default. Nei meccanismi di Basilea 2 esprime la probabilità che un prestatore di debito possa rivelarsi insolvente in un dato orizzonte temporale, in genere a dodici mesi. La PD è il risultato dei modelli di stima del merito creditizio (Rating di credito).

#### **PLAIN VANILLA**

Termine usato per definire gli strumenti derivati base, caratterizzati da una struttura molto semplificata.

#### **PREAMMORTAMENTO**

Clausola con la quale per il primo periodo, generalmente dodici-diciotto mesi, non viene richiesto nei contratti di mutuo la restituzione della quota capitale ma solo della quota interessi.

#### **RATING DI CREDITO**

Nei meccanismi di Basilea 2 esprime la classe di merito creditizio di un singolo prestatore di debito.

#### **SECURITISATION**

Particolare operazione finanziaria che, tramite la creazione di una società veicolo a cui vengono conferiti degli attivi immobiliari o finanziari, emette obbligazioni il cui rimborso viene garantito dai flussi di cassa originati dalla gestione o dall'incasso di tali asset.

#### **SENIOR LOAN**

Prestito che gode di un diritto di precedenza nel rimborso rispetto ad altri finanziamenti.

#### **SWAP**

Operazione finanziaria in cui due controparti si impegnano a scambiarsi flussi monetari in entrata o in uscita e a compiere l'operazione inversa ad una data futura predeterminata e alle stesse condizioni del primo scambio. I pagamenti possono essere correlati ad attività e passività finanziarie autonomamente assunte dalle controparti.

#### **TITOLI DI DEBITO**

Introdotti dalla riforma del diritto societario, sono strumenti di debito emessi dalle srl ed assimilabili alle obbligazioni.



## FINANZA STRAORDINARIA

### AIFI

Associazione italiana financial investors: associazione italiana del private equity e del venture capital, costituita nel 1986, con l'obiettivo di promozione dell'attività degli investitori istituzionali nel capitale di rischio.

### ASSUNZIONE DI PARTECIPAZIONI

Attività di acquisizione di partecipazioni di imprese al fine di detenzione, gestione o rivendita delle stesse.

### ATI

Associazione temporanea d'impresa: forma giuridica nella quale si riuniscono più imprese al fine di realizzare un affare comune. Generalmente utilizzata per la partecipazione a gare di appalto di rilevante valore, è originata da una società capofila mandataria cui viene dato l'incarico dalle altre società mandanti di trattare con il committente l'esecuzione di una commessa specifica.

### AUDIT

Attività di revisione contabile, allo scopo di accertare la corrispondenza delle scritture ai fatti amministrativi ed alla loro documentazione.

### BUSINESS PLAN

Documento redatto da un'impresa che misura gli impatti economico-finanziari delle strategie operative future. Generalmente è costituito da una prima parte storica che riassume le peculiarità della società, della proprietà e del suo management, e da una seconda parte che esprime gli obiettivi pluriennali e le modalità di conseguimento degli stessi, evidenziando le previsioni economiche e finanziarie poste alla base dell'elaborazione tecnico operativa.

### CASH POOLING

Accordo finanziario multilaterale mediante il quale si concentra in capo ad un unico soggetto giuridico la disponibilità delle risorse finanziarie di un gruppo societario al fine di ottenere la migliore gestione della tesoreria complessiva dello stesso.

### CAVALIERE BIANCO

Investitore che interviene, su richiesta del management di una società quotata, per contrastare

un'offerta pubblica di acquisto (OPA) ostile. L'intervento consiste nel lanciare sul mercato un'OPA "concorrente".

### COLLATERALE

Strumento di garanzia finanziaria che trae origine da un accordo parallelo rispetto al contratto finanziario principale. L'accordo collaterale viene impiegato, ad esempio, per indicare quegli accordi a garanzia dell'utilizzo di derivati OTC o, anche quegli accordi di garanzia accessori a forme tecniche particolari di finanziamento. Generalmente vengono concessi in garanzia titoli di stato, obbligazioni di emittenti primari e il loro valore può coprire anche solo una parte dell'esposizione debitoria.

### COLLOCAMENTO

Operazione di offerta al mercato degli investitori privati di strumenti finanziari, sollecitando così l'investimento, emessi da soggetti terzi rispetto al collocatore. Nel caso di operazioni di importi particolarmente consistenti, tale operazione può avvenire mediante un consorzio di collocamento. Si può distinguere fra: collocamento semplice, a fermo (il collocatore acquista in proprio i titoli da collocare sul mercato), a garanzia (obbligo per l'intermediario di sottoscrivere in proprio i titoli eventualmente non collocati).

### CONSOLIDO

Operazione di consolidamento delle posizioni finanziarie debitorie a breve di una società con lo scopo di riequilibrare la struttura finanziaria e ridurre il costo dell'indebitamento.

### CONTROGARANZIA

Garanzia rilasciata al garante di un debitore terzo per agevolare la conclusione di accordi di garanzia.

### CORPORATE BANKING

Attività bancaria focalizzata su servizi rivolti specificamente alla clientela imprenditoriale. Tipicamente svolge attività di lending e di corporate finance.

### CORPORATE FINANCE

Attività di finanza straordinaria in ambito societario. Correntemente questa locuzione viene utilizzata anche come sinonimo di consulenza finanziaria

rivolta alle grandi società ovvero per identificare i dipartimenti degli istituti bancari deputati alla resa di tale servizio alle imprese clienti.

### **CORPORATE GOVERNANCE SOCIETARIA**

Insieme di regole, ex lege o volontarie, adottate da una società e volte a garantire la ripartizione dei poteri gestori, la trasparenza della gestione, la tutela delle minoranze della compagine sociale. Un efficace sistema di corporate governance non può prescindere dall'autonomia ed indipendenza del management, dalla sua responsabilizzazione, dalla trasparenza nei confronti dei terzi e dalla minimizzazione dei conflitti di interesse.

### **DISTRESSED INVESTMENT FUND, o anche DISTRESSED SECURITIES FUND**

Fondo comune di investimento speculativo, generalmente orientato all'acquisto di titoli emessi da soggetti in crisi finanziaria od in stato di insolvenza o sottoposti a procedure concorsuali. L'intervento del fondo si basa su previsioni di recupero della situazione finanziaria dell'emittente. Il provento ottenibile è dato dal differenziale fra il costo di acquisto, a sconto sul valore nominale, ed il valore futuro di cessione o di rimborso.

### **DIVIDEND WASHING**

Operazione attraverso la quale il proprietario di una partecipazione incassa il valore del dividendo sotto forma di plusvalenza. Lo schema dell'operazione è il seguente: A e B possiedono rispettivamente il 50% della società C (avendo conferito 5'000 euro rispettivamente in sede di costituzione). Questa nell'anno N-1 ha originato 800 di utile. A incassa 400 di dividendo. B invece cede le sue partecipazioni a D per 5'400 originando così una plusvalenza di 400 (pari a quanto le sarebbe spettato come dividendo). D, incassato il dividendo di 400 rivende nuovamente la partecipazione a B per 5'000, originando una minusvalenza di 400.

A: dividendo 400, saldo positivo 400.

B: plusvalenza 400, dividendo 0, saldo positivo 400.

D: dividendo 400, minusvalenza 400, saldo zero.

Scopo dell'operazione è il conseguimento di arbitraggi fiscali, in alcuni casi di natura elusiva, originati dal diverso trattamento fiscale per dividendi, plusvalenze e minusvalenze.

### **DUE DILIGENCE**

Il processo di due diligence viene attuato, nelle fasi iniziali di un'acquisizione societaria o di altra ope-

razione straordinaria d'impresa, al fine di verificare i dati sulla base dei quali viene effettuata la valutazione dell'operazione. Questo processo prende in considerazione non solo la verifica dei dati prettamente contabili, bensì anche l'analisi dello stato complessivo della società, ivi compresi i rischi economico-aziendali, anche giuridici e fiscali, latenti.

### **EFFETTO LEVA**

Effetto finanziario connesso a un contratto derivato che moltiplica il livello di rischio finanziario. Si costituisce nell'applicazione di parametri di calcolo moltiplicativi di un capitale convenzionale. Nel valutare il suo impatto si dovrebbe quindi calcolare una disponibilità dell'investitore almeno pari al limite ragionevolmente stimabile delle oscillazioni del derivato maggiorate di una quota relativa all'eventuale volatilità del parametro di calcolo.

### **FIDUCIARIA**

Società, iscritta in apposito albo, che gestisce beni altrui mediante intestazione fiduciaria. Realizza un'interposizione formale nella proprietà nel senso che formalmente il bene è riconducibile alla società fiduciaria, ma il potere di disposizione del bene resta in capo al cliente fiduciante. In ambito di operazioni di finanza straordinaria d'impresa la società fiduciaria può intervenire ogni qual volta il fiduciante non voglia apparire nelle negoziazioni per cause oggettive o soggettive, come ad esempio in casi di management by out.

### **FINANZA STRAORDINARIA**

Parte della finanza che accoglie tutte le operazioni che incidono sulla modifica degli assetti finanziari, proprietari e gestionali di una società. La "straordinarietà" si rinviene tanto nella struttura qualitativa dell'operazione, spesso composta da una concatenazione di singole operazioni finanziarie o giuridiche, che nella discontinuità della struttura finanziaria o proprietaria che consegue dall'operazione stessa.

### **FUND RAISING**

Operazione di ricerca e raccolta di capitale di debito, o di rischio, per finanziare un'attività imprenditoriale, un evento no-profit o un'operazione straordinaria d'impresa. L'operazione generalmente non si limita a raccogliere i fondi necessari ma comprende la redazione del progetto o del business plan da sottoporre ai possibili soggetti finanziatori o ai possibili nuovi soci.

**GOLDEN SHARE**

Cosiddetta azione d'oro, così denominata in quanto fornisce al suo titolare, generalmente uno Stato, uno speciale diritto di voto o di veto su specifiche materie (tipicamente operazioni straordinarie o modifiche statutarie o della governance) e non proporzionale alla quota di capitale posseduta. Tale diritto, non legittimo in alcuni ordinamenti giuridici, è normalmente limitato per Legge ad ipotesi strettamente individuate mediante le quali gli interessi vitali dello Stato possono essere lesi.

**GRADIMENTO**

Clausola prevista nel diritto societario che subordina il trasferimento delle azioni o quote al rispetto di specifiche condizioni. Può essere inserita nello statuto della società oppure essere oggetto di un accordo fra le parti, come ad esempio nei casi di sindacato di blocco.

**INVESTMENT BANK**

Banca che opera prevalentemente nel settore dell'intermediazione mobiliare in qualità di intermediaria tra emittenti ed investitori attraverso l'intervento in operazioni di collocamento in borsa. Generalmente tale banca viene identificata anche come banca d'affari.

**IPO**

Initial public offering: offerta pubblica iniziale che corrisponde al processo di prima quotazione in borsa. Può configurarsi come OPS (offerta pubblica di sottoscrizione) o OPV (offerta pubblica di vendita).

**JOINT VENTURE**

Operazione con la quale due o più società decidono di condividere capacità e risorse da mettere al servizio di un comune progetto industriale o commerciale ottenendo sinergia anche in termini di ripartizione di costi, rischi e, conseguentemente, guadagni. Il termine joint venture non indica però una ben definita e specifica struttura giuridica, bensì un ventaglio di opzioni possibili.

**JOINT VENTURE AGREEMENT**

In questo caso, la collaborazione tra le società partner viene regolamentata da un contratto che identifica il ruolo e l'apporto delle parti, nonché regola il coordinamento dell'attività. Il vantaggio di questa tipologia di joint venture risiede nell'elasticità, nella rapidità di costituzione, e della facilità di way out per i partner. Generalmente viene utiliz-

zata nel caso in cui l'aspetto predominante nella collaborazione sia la ripartizione dei costi e dei rischi operativi. Denominato anche come joint venture contractual.

**JOINT VENTURE CORPORATION**

In questo caso la collaborazione fra i partners è realizzata mediante la costituzione di una nuova società alla quale vengono fornite le risorse necessarie. Il vantaggio di questa scelta risiede nella separazione giuridica dei rischi operativi connessi al nuovo progetto rispetto alle singole attività dei partners. Ovviamente questa scelta, dando maggiore stabilità alla collaborazione, è normalmente preferibile per progetti di lungo termine.

**LBO**

Leveraged buy-out (acquisto a leva): operazione di acquisizione societaria che viene realizzata mediante l'utilizzo della leva finanziaria. Il suo schema-base prevede la costituzione di una società ad hoc (newco) che acquista una partecipazione di controllo in una società target prevalentemente ricorrendo ad indebitamento mediante un prestito sindacato. L'operazione si conclude con la fusione fra newco e target in modo tale che i flussi finanziari di questa possano rimborsare il finanziamento ottenuto. Tutta l'operazione è generalmente assistita dalla garanzia sottostante del pegno delle azioni o tramite un accordo che preveda come way out la possibilità per il finanziatore di provvedere al loro collocamento in borsa qualora tali flussi non si rivelassero sufficienti. Previsto dall'art. 2051 c.c., (Fusione a seguito di Acquisizione con Indebitamento) nel quale si definisce la validità legale dei leverage buy out in merito alla violazione del divieto di acquisto e sottoscrizione delle azioni proprie, di cui agli art. 2357 e 2357 quater, e del divieto di accordare prestiti e di fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie, di cui all'art. 2358, tali operazioni possono assumere la denominazione di management buy out, family buy out, corporate buy out, management buy in e simili.

**LEVA FINANZIARIA**

Indice di bilancio che evidenzia il grado di indebitamento di una società mettendo in rapporto i mezzi propri ed il capitale di terzi.

**LEVA FINANZIARIA OPERATIVA**

Indice di bilancio che evidenzia l'efficienza dell'utilizzo della leva finanziaria, confrontando un ratio di redditività (tipicamente il "ROI") con il costo del de-



bito (espresso da "i" o "ROD") ovvero con il costo ponderato del capitale (espresso dal "WACC" weight averaged cost of capital).

#### **LOCK UP**

Clausola statutaria o contrattuale che limita l'esercizio di una way out o la cessione di un pacchetto azionario prima del decorso di un termine temporale prestabilito.

#### **M&A**

Mergers and acquisitions: letteralmente fusioni ed acquisizioni. È l'attività tipica delle Banche d'affari che affiancano una società nella sua crescita per linee esterne ovvero la proprietà nella dismissione delle proprie partecipazioni.

#### **MBO**

Management by out: tipologia di leveraged buy-out che si caratterizza per il fatto che i soggetti che acquisiscono la società target sono espressione del management della società, sovente affiancati da Private Equity.

#### **MEZZANINO**

Tipologia particolare di finanziamento, a medio termine e ad alto rischio, tipico delle operazioni di finanza straordinaria, caratterizzato dal fatto che il rendimento è agganciato all'andamento dei risultati dell'impresa finanziata e il suo rimborso è di norma postergato o, in taluni casi, subordinato. Il mezzanine financing ha infatti la peculiarità nella pattuizione di una sua postergazione nei confronti di debiti senior e attribuisce un'opzione per l'acquisto delle azioni della società finanziata da parte del finanziatore. Generalmente il piano di rimborso del finanziamento è strutturato in modo bullet, cioè completamente a scadenza. Il termine mezzanino indica precisamente che si tratta di un finanziamento a metà fra il prestito vero e proprio e l'effettiva sottoscrizione di capitale di rischio.

#### **OPA**

Offerta pubblica di acquisto: operazione con la quale un investitore comunica al mercato la sua intenzione di acquisire una determinata percentuale di azioni di una certa società quotata target, ovvero una comunicazione finalizzata all'acquisto di specifiche categorie di strumenti finanziari, rivolta alla generalità dei portatori di tali strumenti, entro un periodo di tempo predeterminato e ad un prezzo prestabilito. Si può distinguere in: volontaria, obbli-

gatoria, parziale, totalitaria, residuale, concorrente, solidale, a cascata.

#### **OPS**

Offerta pubblica di scambio: particolare offerta pubblica di acquisto la cui peculiarità consiste nel fatto che il pagamento dei titoli non avviene in denaro bensì mediante la consegna di altri strumenti finanziari. Il medesimo acronimo indica anche un'offerta pubblica di sottoscrizione di titoli, strumenti finanziari od azioni (tipicamente usato nei processi di quotazione).

#### **OPV**

Offerta pubblica di vendita: operazione con la quale una società offre agli investitori la totalità, o una parte, delle proprie azioni con diritto di voto, con l'intento di modificare la propria compagine sociale. Attraverso l'opv si possono realizzare anche operazioni di privatizzazioni.

#### **OPZIONI INCROCIATE**

Clausola statutaria o contrattuale con la quale viene previsto uno specifico accordo di utilizzo incrociato fra una clausola call e una clausola put. Con la clausola call il beneficiario ha il diritto di acquistare le quote della controparte. Con la clausola put il beneficiario controparte ha il diritto di vendere le sue quote. In questo modo, viene inserita in statuto una possibile way out strutturata e regolamentata a priori che, determinando le condizioni di esercizio delle due opzioni nonché le modalità valutative delle quote oggetto dell'opzione, da un lato garantisce la possibilità per l'esercente dell'opzione di uscire dalla società e, dall'altro, si garantisce la controparte dall'eventuale indesiderato ingresso in società di nuovi soci.

#### **PASSAGGIO GENERAZIONALE**

Delicatissima fase di vita della società in cui si dovrebbe pianificare e rendere operativa l'uscita del socio fondatore della stessa. Il passaggio generazionale non si limita ad analizzare l'uscita del fondatore a favore di un suo erede, bensì considera anche il caso in cui la società venga managerializzata oppure sia ceduta a terzi. Fase di particolare importanza se si considera che una statistica, della Commissione Europea e dell'Institut de l'Entreprise Familiale, ha evidenziato che, su scala UE, al primo passaggio generazionale le società che sopravvivono sono un terzo e che di questo terzo quelle che sopravvivono al secondo passaggio generazionale sono meno della metà.

**PATRIMONI DESTINATI**

Il patrimonio destinato ad uno specifico affare è una porzione del patrimonio di una società che viene segregato precludendo ai creditori sociali di aggredirlo e limitando il diritto di soddisfacimento dei creditori dello specifico affare solo a questa parte di patrimonio. Lo specifico affare a cui il patrimonio è destinato può consistere in una singola operazione, più o meno complessa, od in un insieme di operazioni ed iniziative imprenditoriali connesse allo specifico affare. Il patrimonio destinato non può superare il dieci per cento del patrimonio netto della società per evitare fini elusivi. È possibile anche associare terzi nell'affare mediante loro apporto al patrimonio separato. Ciò comporta che si può distinguere fra patrimonio destinato composto esclusivamente da beni sociali e patrimonio destinato alla cui formazione concorrano anche apporti di terzi, come in una sorta di associazione in partecipazione. L'effetto segregativo del patrimonio è soggetto a specifici obblighi di comunicazione e pubblicità.

**PATTO DI SINDACATO**

Il patto di sindacato può configurarsi come sindacato di blocco, di controllo o di voto. Il sindacato di blocco è un patto parasociale volto ad evitare o comunque limitare il trasferimento delle partecipazioni degli aderenti generando stabilità permanente. Il patto di sindacato comprende una clausola di prelazione ed una clausola di gradimento che non sono inserite all'interno dello statuto sociale; è, quindi, alternativo alle clausole di lock up. Il sindacato di controllo viene usato invece per regolare la cosiddetta influenza dominante congiunta su una società o sulle sue controllate. Il sindacato di voto è teso a regolare l'esercizio dello stesso in una società o nelle sue controllate. I partecipanti del patto, anche singolarmente non influenti, possono cumulare le proprie partecipazioni decidendo di votare in modo univoco raggiungendo così la percentuale sufficiente a controllare le decisioni societarie. Fondamentalmente si può distinguere tra un sindacato di voto che obbliga gli aderenti minoritari ad adeguarsi alle decisioni degli aderenti maggioritari ed un sindacato di voto che imponga agli azionisti di decidere al loro interno mediante apposita consultazione, con voto non proporzionale, obbligandosi così a votare conseguentemente nell'assemblea della società.

**PATTO PARASOCIALE**

Accordo stipulato fra azionisti della medesima società volto a predefinire taluni aspetti della governan-

ce societaria e può ricomprendere anche un sindacato di voto. Tali accordi non hanno efficacia nei confronti dei terzi ma solo nei confronti degli aderenti. La regolamentazione giuridica del patto parasociale varia a seconda se la società sia quotata o meno.

**PEGNO DI AZIONI**

Forma di garanzia reale che prevede un termine per il consolidamento dell'opponibilità ai terzi, tipicamente usato come collaterale nelle operazioni di LBO. Il creditore pignoratizio è tenuto alla restituzione in caso di regolare adempimento da parte del debitore e, in funzione del contratto di pegno, fruisce o meno del diritto di voto nel "durante" dell'operazione.

**PRESTITO PARTECIPATIVO**

Tipologia di finanziamento particolare che consente la finanziabilità ai soci di quote di capitale. Uno schema-tipo può configurarsi con il finanziamento fatto alla società che viene accollato dai soci i quali si faranno carico del rimborso con gli utili prodotti dalla società stessa. La sua remunerazione può prevedere sia un tasso di interesse che una commisurazione proporzionale ai risultati economici del soggetto finanziato.

**PRESTITO SINDACATO**

Vedi finanziamento in pool.

**PRESTITO SUBORDINATO**

Forma di mutuo con la peculiarità di contenere una clausola di postergazione subordinante il suo rimborso al preventivo soddisfacimento di altri creditori. Malgrado la sua similitudine con i mezzi propri, mantiene intatta la sua natura di capitale di debito. Nelle Banche può assumere la forma di prestito obbligazionario subordinato, il cui rimborso è delegato ad un giudizio di solvibilità da parte della Banca d'Italia.

**PRICING**

Prezzo: corrispettivo che l'acquirente/investitore è obbligato a pagare al venditore/emittente in caso di compravendita o sottoscrizione di uno strumento finanziario.

**PRIVATE EQUITY**

Locuzione che identifica, nei mercati finanziari internazionali, le politiche e le procedure di acquisizione da parte di investitori istituzionali di partecipazioni in società non quotate. È definibile come un'attività finanziaria attraverso la quale un soggetto, Investi-

tore Istituzionale, acquisisce in parte o nella sua totalità una società obiettivo. La volontà dell'investitore è quello di disinvestire nel lungo periodo (3-5 anni) realizzando un guadagno (plusvalenza) rispetto il valore iniziale di acquisizione. Le operazioni tipiche del Private Equity possono essere distinte in relazione al momento in cui vengono effettuate rispetto al ciclo di vita dell'impresa acquisita. Nella fattispecie: Angel Investing: effettuata nella fase di start up del business; Venture Capital: operazione su società già avviata con potenzialità di crescita; Development Capital: investimento in aziende con necessità di supporto finanziario per crescita rapida; Fondi di Turnaround: i target sono aziende in crisi.

#### **PRIVATE PLACEMENT**

Attività di ricerca di soci e/o acquirenti per aziende messe in vendita o di ricerca di sottoscrittori istituzionali o qualificati per la l'investimento in strumenti finanziari non destinati al mercato finanziario aperto ad investitori privati.

#### **PROJECT FINANCING**

Finanziamento di progetto: operazione di finanziamento di un determinato e specifico progetto, generalmente inerente ad opere pubbliche o infrastrutture, in cui rimborso e rendimento sono esclusivamente garantiti dal flusso positivo di cassa originato dal progetto stesso.

#### **QUOTAZIONE**

Individua sia la valutazione, di un titolo o di uno strumento finanziario, originata dalle contrattazioni avvenute sul mercato di riferimento, quale incontro della domanda con l'offerta, che la procedura attraverso la quale una società viene ammessa alla negoziazione dei propri titoli azionari in un mercato regolamentato. Questo secondo aspetto concerne tutte le procedure connesse alle varie fasi di ammissione alle quotazioni, dall'implementazione di un corretto organigramma aziendale e di corrette procedure di controllo di gestione e di risk management, alla stesura del piano industriale da presentare agli investitori istituzionali ed al mercato degli investitori privati, alla corretta valutazione della società ed infine all'operatività connessa all'espletamento di tutto quanto richiesto dal regolamento del mercato di futura quotazione.

#### **RANGE**

Variazione: generalmente utilizzato quando viene fissato il valore di un parametro di riferimento che

contrattualmente deve rimanere entro un certo valore minimo ed un certo valore massimo. Ad esempio in ambito di acquisizioni di azienda viene preliminarmente fissato il cosiddetto range di oscillazione del prezzo conseguente alle risultanze di apposita due diligence.

#### **RISTRUTTURAZIONE**

La ristrutturazione del debito di una società individua la procedura di modificazione delle fonti finanziarie. Essa mira a rideterminare la tipologia dei finanziamenti ottenuti, la loro durata ed il tasso concordato. Obiettivo di tale procedura è quello di ottenere una migliore correlazione fra fonti ed impieghi, una razionalizzazione delle fonti finanziarie a sostegno delle strategie future ed una minimizzazione dell'impatto del costo del denaro. Generalmente tale procedura coinvolge esposizioni debitorie rilevanti ed una pluralità di finanziatori e comprende, generalmente, sia la presentazione delle strategie future imprenditoriali tramite la redazione di un apposito business plan da presentare ai creditori, sia la negoziazione con questi ultimi dell'accesso alle nuove fonti di finanziamento e delle condizioni connesse ai finanziamenti in essere da modificare. In taluni casi la ristrutturazione del debito si realizza anche attraverso il ricorso alle procedure codicistiche prefallimentari e concordatarie.

#### **SPIN OFF**

Operazione con la quale una società procede alla separazione di un ramo d'azienda, di un pacchetto societario, di un brevetto, di un marchio o di un patrimonio immobiliare tramite, a seconda dei casi, operazioni di conferimento, scissione parziale o cessione a titolo oneroso. Può avvenire sia nei casi di valorizzazione dell'asset oggetto di spin off che nei casi di particolari ristrutturazioni societarie in cui si generi la suddivisione tra good company e bad company.

#### **STRIKE**

In finanza indica il prezzo di esercizio convenzionale al quale il beneficiario di un'opzione acquisisce il diritto di compravendere a termine l'attività fondamentale oggetto dell'opzione. Generalmente viene indicato come strike price. La medesima locuzione viene generalmente utilizzata anche per identificare un valore puntuale relativo ad un parametro di riferimento, come nel caso di acquisizioni d'azienda ove può essere fissato un prezzo strike, fissato quindi in valore assoluto ed indipendente dalle risultanze dell'eventuale procedura di due diligence.

**VENTURE CAPITAL**

L'attività di venture capital è caratterizzata da investimenti nel capitale di aziende già attive e con potenziale ad alta crescita in cui uno o più investitori, istituzionali o meno, entrano nella compagine societaria per accompagnare finanziariamente l'imprenditore nella sua fase di crescita, trovando la propria remunerazione nel capital gain realizzabile in fase di cessione della partecipazione stessa.

**WAY OUT**

Indica la "via di uscita" da un investimento societario o da un'obbligazione contrattuale e generalmente si configura in apposite clausole statutarie o contrattuali di tipo giuridico o finanziario.



## INDICE DEI LEMMI

Abi .....	50	Cmbs .....	37
Abs .....	37	Codice di autodisciplina.....	41
Advisor.....	41	Codice etico.....	41
Agenzia di rating.....	41	Codice Preda.....	41
Aifi.....	54	Collaterale .....	54
AIM.....	41	Collocamento .....	54
AIM Italia .....	41	Commodity Futures Modernisation Act.....	38
All stars.....	41	Confidi .....	50
Anasf.....	41	Consob .....	38
Arranger.....	50	Consolido .....	54
Asset swap .....	50	Contratto a termine.....	50
Assogestioni.....	41	Contratti di capitalizzazione.....	45
Assoreti.....	41	Contratto forward.....	50
Assunzione di partecipazioni.....	54	Contratti future.....	50
Authority.....	37	Controgaranzia .....	54
Autoliquidante.....	50	Core Tier 1.....	38
Ati.....	54	Corporate bond .....	45
Audit.....	54	Corporate banking .....	54
Azione .....	45	Corporate finance.....	54
Bailout.....	37	Corporate governance societaria .....	55
Banca d'Italia.....	37	Covenants .....	51
Bankit.....	50	Covered warrant.....	45
Basilea 2 .....	50	Covip.....	45
Bce .....	37	Credit crunch.....	38
Bei .....	45	Credit default swap .....	51
Benchmark.....	37	Currency swap.....	51
Beni rifugio .....	37	Default.....	51
Bers.....	45	Deficit pubblico .....	38
Birs.....	45	Depressione.....	38
Blue chip .....	41	Derivato.....	45
Bond Vision .....	41	Distressed investment fund.....	55
Borsa Italiana Spa .....	37	Dividend washing.....	55
Bullet.....	50	Dow Jones .....	41
Business plan.....	54	Due diligence .....	55
Cambiale finanziaria .....	50	Ead.....	51
Cartolarizzazione .....	37	Effetto leva.....	55
Cash pooling .....	54	Equity lease .....	51
Cassa Depositi e Prestiti .....	37	Equity swap .....	51
Cavaliere bianco.....	54	Etc.....	45
Cdo .....	37	Etf.....	45
Cds.....	37	Euribor .....	38
Certificate.....	45	Euronext.....	42
Certificato d'investimento.....	50	Eurostoxx .....	42
Cicr .....	50	Factoring.....	51



Fair value.....	38	Joint venture agreement.....	56
Fed.....	38	Joint venture corporation.....	56
Fideiussione.....	51	Junior Loan.....	52
Fiduciaria.....	55	Lbo.....	56
Finanziamenti destinati.....	51	Lead manager.....	52
Finanziamenti in pool.....	51	Lease back.....	52
Finanziamenti ponte.....	51	Leasing.....	52
Finanziamenti revolving.....	51	Lending.....	53
Finanziamenti stand-by.....	52	Leva finanziaria.....	56
Finanza straordinaria.....	55	Leva finanziaria operativa.....	56
Fitch.....	38	Leverage.....	39
Fmi.....	38	Lgd.....	53
Fondi aperti.....	46	Lock up.....	57
Fondi chiusi.....	46	Lse.....	42
Fondi comuni.....	52	M.....	53
Fondi comuni di investimento immobiliari.....	46	M&A.....	57
Fondi equity hedge.....	46	Maastricht.....	39
Fondi in derivati.....	46	Mac.....	42
Fondi pensione.....	46	Margine di garanzia.....	47
Fondi sovrani.....	38	Mark to market.....	39
Fondo interbancario di tutela dei depositi.....	38	Market abuse.....	42
Forme pensionistiche complementari.....	46	Market maker.....	42
Fra.....	52	Mbo.....	57
Fsf.....	38	Mbs.....	47
Ftse.....	42	Mercati non regolamentati.....	43
Fund raising.....	55	Mercati regolamentati.....	43
Futures.....	46	Mercato.....	39
Gafi.....	38	Mezzanino.....	57
Garanzia.....	52	Mibtel.....	43
Gestione accentrata.....	42	Midex.....	43
Garanzie personali.....	52	Mifid.....	47
Garanzie reali.....	52	Moody's.....	43
Golden share.....	56	Mot.....	43
Gpf.....	46	Mta.....	43
Gpm.....	46	Mts.....	43
Gradimento.....	56	Mts corporate.....	43
Gramm-Leach-Bliley Act.....	39	Mutui.....	53
Idem.....	42	Nasdaq.....	43
Index linked.....	47	Nav.....	47
Inflazione.....	39	Nikkei.....	43
Informazione price sensitive.....	42	Nyse.....	43
Internalizzatori sistematici.....	42	Nomad.....	43
Investitore istituzionale.....	42	Obbligazione.....	47
Investment bank.....	56	Obbligazione corporate.....	53
Ipoteca.....	52	Oic.....	47
Irs.....	52	Oicr.....	47
Isvap.....	47	Oicvm.....	43
Joint venture.....	56	Opa.....	57



Ops .....	57	Sgr .....	49
Options .....	47	S&P .....	44
Opv .....	57	S&P/Mib .....	44
Opzioni incrociate .....	57	Sicav .....	49
Otc .....	47	Siiq .....	49
Outright .....	48	Sim .....	49
Pac .....	48	Siv .....	39
Passaggio generazionale .....	57	Società veicolo .....	39
Patrimoni destinati .....	58	Sofferenza .....	39
Patto di sindacato .....	58	Sox .....	44
Patto parasociale .....	58	Spezzature .....	44
Pct .....	48	Spin off .....	59
Pd .....	53	Spread .....	39
Pegno di azioni .....	58	Sso .....	44
Pic .....	48	Stakeholder .....	44
Pil .....	39	Stockholder .....	44
Pip .....	48	Stocklending .....	49
Plain vanilla .....	53	Strike .....	59
Polizza assicurativa .....	48	Strumenti derivati .....	49
Polizza assicurativa vita .....	48	Subprime .....	40
Ppi .....	48	Swap .....	53
Preammortamento .....	53	Tasso BCE .....	40
Prestito partecipativo .....	58	Tasso di interesse .....	40
Prestito sindacato .....	58	Titoli di debito .....	53
Prestito subordinato .....	58	Titoli di stato .....	49
Prestito titoli .....	48	Titoli equiparati a quelli di stato .....	49
Pricing .....	58	Tlx .....	44
Private equity .....	58	Tuf .....	44
Private placement .....	59	Uif .....	49
Project financing .....	59	Unit linked .....	49
Pronti contro termine .....	48	Venture capital .....	60
Quotazione .....	59	Way out .....	60
Range .....	59		
Rating .....	39		
Rating di credito .....	53		
Reit .....	48		
Reverse convertible .....	48		
Reverse floater .....	49		
Riporto .....	49		
Rischio di credito finanziario .....	44		
Ristrutturazione .....	59		
Rmbs .....	39		
Rwa .....	39		
Sec .....	39		
Securitisation .....	53		
SeDex .....	44		
Senior loan .....	53		
Servizi di investimento .....	44		



## BIBLIOGRAFIA

- Altman E.I. (1968), *Financial Ratios. Discriminant Analysis and the prediction of Corporate Bankruptcy*, in Journal of Finance, Settembre.
- Altman E.I., Marco G., Varetto M. (1994), *Corporate Distress Diagnosis, Comparisons Using Linear Discriminant Analysis and Neural Networks (the Italian Experience)*, in Journal of Banking & Finance, n.18.
- Autori vari (2008), *La grande crisi: domande e risposte*, Il Sole 24 Ore.
- Barontini R. (2000), *La valutazione del rischio di credito. I modelli di previsione delle insolvenze*, Il Mulino.
- Bergamin Barbato M. (1991), *Pianificazione e controllo in un'ottica strategica*, UTET.
- Black A., Wright P., Bachman J.E. (1999), *La ricerca del valore nell'impresa. Analisi e gestione dei fattori di successo della performance*, Franco Angeli.
- Brealey R.A., Myers S.C. (1990), *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill.
- Brunetti G., Coda V., Fagotto F. (1990), *Analisi delle previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa*, ETAS Libri.
- Cattaneo M. (1973), *Analisi Finanziaria e di bilancio: teoria e tecnica nella concessione del credito*, ETAS Kompass libri.
- Damodaran A. (1996), *Manuale di valutazione aziendale*, McGraw-Hill.
- Damodaran A. (1999), *Applied Corporate Finance: a user's manual*, John Wiley & Sons.
- De Laurentis G. (2001), *Rating interni e risk management*, Bancaria Editrice, Roma.
- Gabbrielli M., De Bruno S. (2003), *Capire la finanza*, Il Sole 24 Ore.
- Girino E. (2005), *Dizionario di finanza*, Ipsoa.
- Guatri L. (1998), *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano.
- Guatri L. (1991), *La teoria della creazione del valore*, Egea, Milano.
- Massari M. (1998), *Finanza aziendale: valutazione*, McGraw-Hill.
- Pavarani E. (2002), *Analisi finanziaria*, McGraw-Hill.





CONSIGLIO NAZIONALE  
DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI

**NOTE IN MARGINE  
ALLA CRISI DEI MERCATI FINANZIARI**

A cura della  
Commissione finanza innovativa e nuovi orizzonti professionali

*Consigliere delegato*

Marcello Danisi

*Presidente*

Francesco Renne

*Segretario*

Marcella Galvani

*Componenti*

Emilio Cardosi

Luigi Alfredo Carunchio

Fabrizio Copaloni

Erik Giarratana

Giuseppe Laurino

Luciano Lombardo

Pietro Marchetti

Giovanni Sgura

*Ricercatore – Istituto di ricerca  
dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili*

Elisa Sartori

Ottobre 2008





## INDICE

1. Premessa	68
2. Cause della crisi, effetti ed interventi: non sovrapporre le cause agli effetti	68
2.1. Le cause primarie razionali	68
2.2. Gli effetti: sconsigliare reazioni emotive	68
2.3. ( <i>segue</i> ) Ulteriori rischi razionali da scongiurare	69
2.4. I possibili interventi	70
3. Specificità italiana nel contesto internazionale e ruolo del dottore commercialista	72
4. Proposte operative: misure finanziarie miste, pubbliche - private, per il sostegno agli investimenti	73
5. Proposte operative: possibile utilizzo della leva fiscale a supporto delle azioni per rilanciare l'economia ed i mercati	73



## 1. Premessa

Il presente documento intende segnalare alcune peculiarità della situazione venutasi a creare sui mercati finanziari onde poter favorire una discussione comune fra gli attori coinvolti (banche, imprese, professionisti, risparmiatori, media) e consentire un giudizio tecnico oggettivo.

Inoltre vuole essere da stimolo per una discussione interna alla Categoria, al fine di individuare un indirizzo comune da parte dei rappresentanti della nostra Professione che, anche a livello locale, a volte sono chiamati ad esprimere il loro punto di vista tanto sul tema contingente della crisi dei mercati finanziari quanto sul rischio conseguente di contrazione del credito alle imprese.

## 2. Cause della crisi, effetti ed interventi: non sovrapporre le cause agli effetti

Occorre chiarire che gli effetti della crisi (crollo delle borse, *panic selling*, sentimento di sfiducia generale da parte dei risparmiatori, effetto “amplificatore” dei media) sono la “conseguenza” di “qualcosa”, non la “causa” in sé; partendo da tale considerazione, risulta del tutto evidente che alcune “ricette” prospettate o sono semplici tecniche di “limitazione dei danni sistemici” (i cd. fondi di garanzia) che non agiscono sulle cause, o sono errate in quanto non agiscono in alcun modo sulle “cause”.

### 2.1. Le cause primarie razionali

Tenendo conto che i “*subprime*” effettivamente andati in *default* sono una minima parte dei titoli della medesima specie in circolazione, che le banche effettivamente fallite sono una sola (Lehman), che le nazionalizzazioni effettuate sono una minima parte e che il resto delle istituzioni finanziarie private in crisi sono state acquisite da altri operatori (compresi gli attivi di Lehman, da Barclays e da Nomura), e, soprattutto, che l’origine della crisi non è nel sistema “eurozona”, va tenuto distinto – nei giudizi – ciò che è “finanza (anche innovativa) PER l’economia reale”, che resta imprescindibile, salvo creare guasti anche per l’economia reale stessa, da ciò che è “finanza per la finanza”, la cui degenerazione è vera origine della crisi.

La causa tecnica di questa situazione pare, secondo tesi ormai maggioritarie, essere individuabile nell’eccessiva iniezione di liquidità prociclica e conseguentemente, dei tassi tenuti troppo bassi sui mercati, avvenuta tra il 2001 e il 2005 ed effettuata in primis dalla FED; tale eccesso di liquidità sul sistema ha alimentato le bolle speculative, immobiliari prima e finanziarie dopo, agevolando un eccessivo ricorso alle operazioni “a leva”, soprattutto da parte delle banche d’affari di matrice extra eurozona.

### 2.2. Gli effetti: sconsigliare reazioni emotive

Le reazioni sui mercati scontano l’effetto “panico” – *panic selling* – (anche nei comportamenti di alcuni gestori finanziari istituzionali), una scarsa trasparenza sugli attivi delle banche (che determina una crisi di fiducia generalizzata e una presunta dubbia attendibilità sui dati di bilan-

cio), una carenza di controlli istituzionali (organi sociali e autorità di vigilanza, soprattutto nel caso USA, meno nell'eurozona), una forte incertezza nelle risposte sistemiche, tardive secondo alcuni, da parte dei governi (o la loro presunta inefficacia, in alcuni casi) e, soprattutto una marcata azione speculativa al ribasso contrastata finora solo in alcuni casi specifici dal divieto di operazioni "short" (vendite allo scoperto).

In tale contesto, le reazioni paiono irrazionali: l'economia reale (pur sfiorando la recessione) è in rallentamento da almeno un anno ed il fatto era noto ai mercati. Essa non è la causa della crisi e pertanto appare incoerente paventare eccessivi rischi di fallimenti bancari – almeno in Italia – ovvero sovrapporre aprioristicamente la crisi finanziaria quale causa dell'esistente rallentamento economico in atto.

### 2.3. (segue) Ulteriori rischi razionali da scongiurare

Il vero ulteriore problema, su cui porre la massima attenzione, è il rischio di "credit crunch": se le istituzioni finanziarie (alcune a corto di liquidità, altre per prudenza eccessiva) drenano liquidità al sistema imprese, si rischia di generare problemi all'economia reale.

Finora è stata una crisi "di carta"; l'anello di congiunzione con il mondo reale (quello fuori dalle borse e diverso dagli speculatori, che già si confronta con un rallentamento dell'economia che ci sarebbe stato comunque) è appunto il rischio di riduzione delle esposizioni creditizie (in volumi o tramite innalzamento dei tassi) che danneggerebbe il sistema imprenditoriale.

Occorre ribadire con molta chiarezza che solo apparentemente le banche riducendo i volumi riducono il rischio: in effetti, riducono sì l'esposizione al danno (*loss given default*, per Basilea2) ma, aggravando le tensioni finanziarie alle imprese clienti, se tale riduzione fosse sistemica, ne aumentano il rischio soggettivo (PD, *probability of default*) e non ne beneficerebbe la qualità degli attivi nei bilanci bancari.

In ogni caso è ora essenziale, come risposta da parte delle imprese, mantenere il più possibile "liquida" la struttura aziendale, poiché nei modelli di rating di accesso al credito bancario la componente della capacità di autofinanziamento derivante dal ciclo aziendale e lo spostamento delle scadenze a medio termine (anche tramite operazioni di "consolido" del debito) danno effetti addirittura migliori delle componenti reddituali o patrimoniali classiche.

Più in particolare, la situazione contingente ha delle conseguenze, con particolare riferimento al rapporto banca-impresa, che impongono una serie di riflessioni tecniche:

– nel corso degli ultimi due decenni il sistema finanziario ha sostenuto lo sviluppo dell'economia nazionale attraverso il finanziamento delle imprese anche a volte al di sopra delle reali esigenze operative e ciò al fine di garantire volumi di impieghi tali da permettere marginalità dei conti economici degli istituti di credito. Ciò ha determinato una consuetudine ed una facilità di accesso al credito rispetto alla quale ancora oggi le imprese tardano a comprenderne i mutamenti che la situazione attuale rischia di alimentare;

– il "progresso" dei mercati finanziari ha imposto una prima ristrutturazione delle logiche di concessione del credito, attraverso meccanismi di valutazione del merito creditizio che si stanno tutt'oggi evolvendo al fine di perseguire equilibrio fra fonti ed impieghi del mondo finanziario mediante le ponderazioni del rischio attribuibile ai diversi operatori del mercato (*rating*). Il mec-



canismo avviato si basa però sull'analisi del tipo *"business as usual"*, con riferimento ad una situazione di mercato caratterizzata dalla ciclicità normale e quindi facilmente prevedibile, e su situazioni di default potenziali mediante l'analisi dei comportamenti aziendali caratterizzati da logiche tendenzialmente standard e facilmente verificabili. Il primo limite sostanziale di tale approccio è la ridotta "riconoscibilità": infatti i modelli predisposti per valutare il merito creditizio, pur non essendo ancora accreditati definitivamente da parte di Banca d'Italia, si fondano su meccanismi complessi di ponderazione non divulgati pubblicamente; ciò, mentre determina per il singolo Istituto Bancario il solo risultato finale, ossia la misurazione del grado di rischio, non permette di individuare specifiche scelte di struttura che possano essere intraprese al fine di essere giudicati con rating migliore, diverse da quelle *"standard approach"* e derivanti da tecniche di corretta gestione aziendale. Non disponendo quindi di quali elementi vengano considerati e come gli stessi contribuiscano al giudizio finale nei calcoli di ponderazione, diversi da Istituto a Istituto, nei fatti si pone il soggetto giudicato (l'impresa) come l'elemento debole nel mercato del denaro;

– siccome la valutazione dei prenditori finanziari, così come previsto ad oggi, si basa su situazione normali, è facile intuire come il contesto di turbolenza generale che stiamo attraversando rischia inevitabilmente di accelerare i meccanismi di degrado del rischio di credito in virtù di un effetto congiunto: riduzione della liquidità a disposizione del mercato e la conseguente richiesta di rientro degli affidamenti concessi da parte degli istituti di credito. Il meccanismo così costituito, se non gestito correttamente a livello sistemico, rischia di portare ad un punto di rottura, le cui conseguenze negative non possono che ricadere sui soggetti più deboli.

In tale contesto, se infatti il rischio maggiore che si corre a livello macro economico è la riduzione del Prodotto Interno Lordo, questo, traslato a livello di singola azienda, si configura come rischio di contrazione del fatturato, humus necessario per garantire la sostenibilità del debito essendo fonte primaria di generazione di *cash flow*.

#### 2.4. I possibili interventi

Più che "giudicare" le azioni governative a livello internazionale, ci si vuole qui soffermare sull'analisi degli aspetti "tecnici" su cui tali interventi necessariamente incidono.

In particolare, quattro paiono essere le linee guida utilizzate:

- maggiori garanzie pubbliche sul "risparmio";
- maggiore liquidità immessa nel sistema dalle banche centrali;
- intervento sui principi contabili in tema di *fair value*;
- (rinvio a) nuove regole sul sistema finanziario.

Di queste, le prime due rientrano nel novero delle tecniche di "limitazione del danno", la terza pare essere misura accessoria ed investe il tema della "trasparenza" dell'informativa di bilancio, solo la quarta (di cui invero non si hanno ad oggi i contorni definiti) rientra nel novero degli interventi di "prevenzione".

In tema di maggiori garanzie sul risparmio, occorre sottolineare da un lato che l'Italia è la nazione europea che vantava in partenza uno dei maggiori valori garantiti (103mila Euro pro capite, seppur con tempistiche tecniche di liquidazione differite nel tempo) sui depositi in conto cor-

rente e in libretti di risparmio di natura bancaria, e dall'altro che tali garanzie hanno senso solo in caso di default di un Istituto Bancario, cosa del resto non all'ordine del giorno – stando alle rassicurazioni delle Autorità di vigilanza – in questa fase della crisi. Va altresì segnalato che da un punto di vista strettamente tecnico sarebbe da ritenersi non corretta l'estensione di tali garanzie a strumenti diversi da quelli citati, stante la differenza tra il concetto di "risparmio", costituzionalmente tutelato, ed il concetto di "investimento", che diversamente dal primo presuppone la ricerca di maggiori rendimenti tramite l'accettazione consapevole di specifici rischi finanziari, regolato dalla legislazione dei mercati ora racchiusa nelle norme comunitarie denominate MIFID.

In tema di maggiori iniezioni di liquidità da parte delle banche centrali, occorre sottolineare che tali provvedimenti (nelle varie forme tecniche individuate, che vanno dalle misure sui tassi all'innalzamento degli affidamenti disponibili tra banca centrale e singole banche commerciali, e fino alle garanzie date sulle emissioni obbligazionarie) agiscono (*rectius*, dovrebbero agire) correttamente sui tassi interbancari dando maggiori garanzie di accesso alla liquidità "di ultima istanza" a quelle banche che dovessero trovarsi in difficoltà e quindi, di fatto, garantendo il sistema dal rischio di fallimenti.

In tema di applicazione del *fair value* agli attivi finanziari, occorre distinguere tra un piano strettamente "tecnico-contabile" ed uno più "contingente".

Da questo punto di vista, la recente decisione degli organi preposti (IASB) in tema di applicazione del *fair value* agli strumenti finanziari illiquidi appare – a regime – corretta, poiché non è coerente una valutazione "mark to market" ove il "market" non esista più, ma lascia qualche perplessità sull'applicazione "contingente", in quanto stoppando il valore di "costo" al primo luglio 2008 e consentendo la modifica ai principi valutativi – di fatto – evita l'emersione delle perdite valutative altrimenti registrabili nei bilanci delle banche e delle aziende che applicano i principi contabili internazionali.

Proprio su questo punto della sua applicazione, lanciato in USA dal vertice di Bank of America già qualche mese fa e ripreso su Il Sole 24ore dal prof. Zingales, occorre segnalare che un conto è discutere sui principi contabili "in genere", come correttamente fa il CNDCEC nelle sedi appropriate, ed un conto è proporre di sospenderne "a tempo" qualcuno: un principio in sé o è corretto "sempre" o non lo è "mai", non può essere valido a "scadenza limitata". Inoltre, la tesi contingente secondo la quale si individua l'applicazione del *fair value* quale "causa" della crisi finanziaria o vieppiù quale intervento necessario per frenarne gli effetti non pare trovare validazioni tecniche. Difatti, non va dimenticato che il mercato "sconta" le attese future: quand'anche si utilizzasse il metodo del "costo storico" (e comunque in nota integrativa si deve dare contezza delle eventuali perdite/utili non direttamente emergenti dal bilancio) ovvero altro principio valutativo individuabile, da un lato il mercato apprezzerrebbe il valore di quel titolo in ogni caso valutandolo "al netto" delle perdite future attese e, nel contempo, qualora il crollo dei corsi di quelle attività finanziarie iscritte in bilancio fosse "non recuperabile", sarebbe la società stessa a dover comunque svalutare l'attivo. In sostanza, vero è che il *fair value* è una "valutazione" opinabile (ma invero tanto quanto la decisione di un eventuale svalutazione o meno), è però altrettanto vero che le quotazioni dipendono da "valutazioni" degli investitori (più o meno professionali) che sono strettamente correlate alla qualità oggettiva degli attivi, alle attese future e al rischio di annacquamento dei dati patrimoniali.



In tema di regole dei mercati finanziari e della loro rivisitazione, infine, tale strada appare certamente da praticare al fine di tendere ad un sistema più efficiente nel prevenire situazioni di crisi sistemiche ma andrebbe percorsa nel senso di maggiori controlli di vigilanza e maggiori requisiti di patrimonializzazione degli attori del sistema finanziario piuttosto che nel senso di divieti a specifici strumenti finanziari o di utilizzo della leva fiscale per disincentivarne indirettamente l'utilizzo.

### 3. Specificità italiana nel contesto internazionale e ruolo del dottore commercialista

In ordine alla struttura economico-finanziaria del Paese, fatta soprattutto di PMI e di banche commerciali (e non di banche di investimento), che sembra reggere meglio di altri paesi (in questo caso anche grazie all'aggancio alla zona euro), va ricordato che tale specificità di sistema, pur "bancocentrica", è strutturalmente meno rischiosa a patto che – come detto – non si generi un eccessivo corto circuito sulle dinamiche di finanziamento alle imprese.

In particolare, specifica funzione peculiare può svolgere la nostra categoria professionale sia nell'interesse delle aziende e sia nell'interesse dei risparmiatori (e quindi del mercato, e quindi di interesse Pubblico), e ciò essenzialmente in tre fasi:

- una fase "propedeutica"; con il trasmettere una cultura d'impresa e una preparazione alla *governance* dell'impresa ed alla trasparenza dell'informativa di bilancio, attraverso anche il ruolo specifico non solo fiscale e di bilancio ma anche di redazione di progetti finanziari d'impresa, di analisi costi/opportunità di investimenti industriali, di affiancamento nelle ristrutturazioni d'impresa, nei passaggi generazionali e nel ruolo di advisor nei processi di quotazione delle PMI, anche sfruttando le opportunità scaturenti dalla fusione tra Borsa Italiana e il London Stock Exchange;

- una fase "funzionale", attraverso il ricoprire incarichi sociali quali membri di Collegio sindacale, quali membri indipendenti del Consiglio di Amministrazione (nelle società maggiori quotate soprattutto se nominati dalle liste di minoranza ed a tutela quindi degli investitori) e anche quali membri degli Organismi di Vigilanza ai sensi della L. 231/2001 (funzione sempre più "economica" e meno riservata ai "legali" di quanto non si pensi), accompagnando così il processo di crescita del sistema imprenditoriale;

- una fase "accessoria", attraverso le competenze tecniche che qualificano la Professione quale attrice nelle valutazioni di investimento e nell'utilizzo di strutture finanziarie (per le aziende come per i privati) anche nel nuovo contesto MIFID e nella tutela patrimoniale e successoria.

Ulteriore specificità sistemica consiste nella previsione codicistica del ruolo del Collegio Sindacale; tale funzione (da rivalutare e, viste le esperienze recenti, magari da "esportare") andrebbe rafforzata nei poteri di intervento preventivo, rafforzata nelle competenze dei soggetti preposti (tramite specifici percorsi formativi attinenti non tanto alle materie "classiche" quanto al tema "rischi" aziendali e finanziari) e rimodulata nei suoi presupposti di obbligatorietà.

Su tale ultimo aspetto, potrebbe pensarsi al superamento del vincolo di capitale e, mantenendo gli attuali limiti dimensionali specifici, aggiungere a questi un elemento ulteriore dato dal



ricorso al capitale di debito superiore ad un dato *ratio* di bilancio: una soglia-parametro ipotizzabile in un rapporto indebitamento/patrimonio da definirsi in ragione dei dati medi effettivamente in essere ed in ragione di quanto verrebbe considerato soglia di rischio da principi generali di corretta gestione. Tale intervento costituirebbe non solo un elemento di garanzia al sistema finanziario ma anche, nel contempo, un elemento di prevenzione nell'assunzione di rischi eccessivi specifici da parte delle imprese.

#### **4. Proposte operative: misure finanziarie miste, pubbliche-private, per il sostegno agli investimenti**

Si potrebbe ipotizzare uno strumento costituito da un finanziamento a tasso agevolato (con provvista pubblica) concesso soltanto in presenza di un finanziamento bancario ordinario, secondo proporzioni da stabilire (riprendendo in parte la riforma introdotta dal D.L. 35/2005), a cui eventualmente abbinare forme di garanzia pubblica o privata (fondi di garanzia).

Tale strumento faciliterebbe l'accesso al credito (di fatto si configurerebbe un pool tra un Fondo rotativo pubblico ed una banca di credito ordinario, che condividerebbero il rischio dell'operazione di finanziamento), migliorerebbe le condizioni di accesso al credito (attraverso le garanzie accessorie costituite dai fondi di garanzia) ed al contempo ridurrebbe gli oneri finanziari delle imprese.

Tale forma di agevolazione finanziarie avrebbe, inoltre, i seguenti effetti:

- maggiore responsabilizzazione delle imprese nell'utilizzo delle risorse pubbliche;
- migliore selettività delle imprese in grado di sostenere l'effettiva realizzazione di nuovi progetti di investimento, riducendo i fenomeni di moral hazard;
- contenimento degli oneri per la finanza pubblica.

#### **5. Proposte operative: possibile utilizzo della leva fiscale a supporto delle azioni per rilanciare l'economia e i mercati**

In relazione a quanto sopra evidenziato, occorre anche riconsiderare la possibilità dell'utilizzo della leva fiscale tanto a supporto di obiettivi economici del sistema-paese (maggiore capitalizzazione, maggiore tasso di investimenti, minore rischiosità sistemica) quanto a supporto di una maggiore trasparenza e linearità del prelievo tributario.

A tal fine, si segnalano alcune ipotesi di discussione:

– deducibilità degli interessi passivi; si può pensare al superamento, almeno in sede IRES, dell'indeducibilità degli interessi passivi in rapporto al reddito operativo lordo attualmente in vigore: fermo restando la condivisibilità degli obiettivi di ricapitalizzazione cui l'impianto normativo tende, si potrebbe individuare – e vi sono elaborazioni numeriche in corso – un meccanismo di deducibilità progressiva ovvero di credito d'imposta premiale progressivo ancorato a degli indici di corretta gestione (es. in rapporto al ROA o al *cash flow* generato) tali da premiare comportamenti virtuosi ma da non penalizzare le situazioni di crisi aziendale temporanea;



– eliminazione di norme desuete in tema di rapporti finanziari; coerentemente all'introduzione del principio precedente, si potrebbe ipotizzare il superamento di norme quali la maggiorazione del 20% sulle rendite dei capitali dati in garanzia e rivedere le limitazioni sui tassi offerti all'emissione di obbligazioni e titoli di debito;

– incentivi fiscali alla quotazione delle PMI; dato che la quotazione è strumento alternativo di accesso a mezzi finanziari rispetto al sistema bancario, oggi in crisi di liquidità, e che i processi di quotazione di fatto rappresentano strumenti di capitalizzazione delle imprese (tramite IPO), sfruttando le opportunità della fusione delle borse italiana ed inglese, si potrebbe pensare ad una misura "a costo zero" per l'erario: un credito d'imposta condizionato alla quotazione usufruibile solo al superamento dei livelli reddituali medi (o puntuali) dell'ultimo periodo (es. cinque anni) così da non far diminuire gettito in caso di risultati inferiori e di ottenere un *tax rate* minore in caso di crescita degli stessi;

– incentivi fiscali alla crescita dimensionale; medesimo meccanismo potrebbe essere introdotto per le PMI non quotate nei casi di ricorso a prestiti partecipativi o finanziamenti a lungo termine (questi con l'obiettivo di favorire una migliore correlazione delle scadenze riducendo l'endemica sovraesposizione nel breve termine delle imprese), se supportati da *covenants* di bilancio e dal rispetto di condizioni poste dalla previsione normativa, favorendo le condizioni di reperimento di fonti finanziarie tese a nuovi investimenti.



