



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
“M.FANNO”**

**CORSO DI LAUREA SPECIALISTICA
IN ECONOMIA E DIRITTO**

TESI DI LAUREA

**LA GESTIONE DELLA LIQUIDITÀ NEI GRUPPI AZIENDALI
IL CASO BORSA ITALIANA SPA**

RELATORE:

CH.MO PROF. ALBERTO LANZAVECCHIA

LAUREANDA: DEBORAH SANTINELLO

MATRICOLA N. 1130787

ANNO ACCADEMICO 2016 – 2017

Il candidato dichiara che il presente lavoro è originale e non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere.

Il candidato dichiara altresì che tutti i materiali utilizzati durante la preparazione dell'elaborato sono stati indicati nel testo e nella sezione "Riferimenti bibliografici" e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l'esplicito richiamo alla pubblicazione originale.

INDICE

| | |
|-------------------|---|
| INTRODUZIONE..... | 9 |
|-------------------|---|

PARTE PRIMA - profili teorici

| | |
|------------------|----|
| Capitolo 1 | 13 |
|------------------|----|

| | |
|---|----|
| I GRUPPI SOCIETARI E LA NORMATIVA | 13 |
|---|----|

| | |
|-------------------------------|----|
| 1.1. Il gruppo aziendale..... | 13 |
|-------------------------------|----|

| | |
|--|----|
| 1.1.1. Origine e classificazioni | 15 |
|--|----|

| | |
|---------------------------------------|----|
| 1.1.2. Le motivazioni economiche..... | 19 |
|---------------------------------------|----|

| | |
|---|----|
| 1.2. I riferimenti normativi delle operazioni infragruppo | 21 |
|---|----|

| | |
|--|----|
| 1.2.1. Il concetto di controllo e la responsabilità della capogruppo nel codice civile | 22 |
|--|----|

| | |
|--|----|
| 1.2.2. Le operazioni con parti correlate | 26 |
|--|----|

| | |
|---------------------------------------|----|
| 1.2.3. I prezzi di trasferimento..... | 30 |
|---------------------------------------|----|

| | |
|------------------|----|
| Capitolo 2 | 35 |
|------------------|----|

| | |
|---|----|
| L'ACCENTRAMENTO DELLA FUNZIONE TESORERIA..... | 35 |
|---|----|

| | |
|----------------------------------|----|
| 2.1. La funzione tesoreria | 38 |
|----------------------------------|----|

| | |
|--|----|
| 2.1.1. La tesoreria 2.0 secondo AITI | 40 |
|--|----|

| | |
|---|----|
| 2.2. La gestione centralizzata della finanza di gruppo..... | 42 |
|---|----|

| | |
|----------------------------------|----|
| 2.2.1. <i>Cash pooling</i> | 44 |
|----------------------------------|----|

| | |
|---|----|
| 2.2.2. I finanziamenti infragruppo e il valore normale degli interessi..... | 54 |
|---|----|

| | |
|---|----|
| 2.3. Profili di responsabilità sulla gestione della liquidità | 55 |
|---|----|

| | |
|---|----|
| 2.3.1. Il trattamento nelle procedure concorsuali | 63 |
|---|----|

| | |
|---|----|
| 2.3.2. I rimedi contrattuali e di <i>governance</i> | 67 |
|---|----|

PARTE SECONDA - analisi empiriche

| | |
|--|------------|
| Capitolo 3 | 71 |
| IL CASO BORSA ITALIANA | 71 |
| 3.1. Il gruppo London Stock Exchange | 71 |
| 3.1.1. Le società del gruppo Italy | 73 |
| 3.1.2. Strategia e organizzazione | 81 |
| 3.2. Finance e Cash Concentration System del gruppo LSE Italy | 85 |
| 3.2.1. Il Finance Italy | 85 |
| 3.2.2. <i>Cash Concentration System</i> , il caso applicato LSEG Italy | 88 |
| 3.3. Cash flow forecasting come strumento di controllo | 92 |
| | |
| Capitolo 4 | 97 |
| INDAGINE: CASH CONCENTRATION SYSTEM'S ADOPTION | 97 |
| 4.1. Dati | 98 |
| 4.1.1 Il campione | 98 |
| 4.1.2 Le informazioni raccolte..... | 99 |
| 4.2. La variabile obiettivo | 102 |
| 4.3 Chi-Square Test per due campioni indipendenti | 106 |
| 4.3.1. Parametri strutturali e oggettivi | 108 |
| 4.3.2. Parametri soggetti a valutazione..... | 126 |
| 4.4. Discussione | 134 |
| | |
| CONCLUSIONI | 143 |
| Allegato A _ Contratto di Cash Pooling | 145 |
| Allegato B _ LSEGH(I) Spa Group Cash Flow Forecast | 151 |
| Allegato C _ Sondaggio: Cash Concentration System's Adoption | 155 |
| RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI | 159 |

Alla mia Famiglia

INTRODUZIONE

La presente tesi di laurea giunge al termine di un lungo e articolato percorso sulla gestione della liquidità all'interno dei gruppi aziendali, rafforzato da un'esperienza di stage svolta presso una delle più note multinazionali del settore finanziario, Borsa Italiana Spa appartenente al London Stock Exchange Group.

Nell'ambiente economico moderno le imprese sono spinte dall'esigenza di sfruttare appieno le sinergie di rete offerte dai sistemi cui prendono parte. Il gruppo aziendale permette loro la realizzazione di tali sinergie, operative e finanziarie, attraverso una direzione unitaria e comune e mediante l'accentramento di alcune attività.

Tra gli obiettivi condivisi a livello di gruppo, assumono particolare importanza le aspettative di un'efficiente gestione della liquidità, oggetto della seguente trattazione, la quale si propone di offrire un'interpretazione moderna del ruolo della tesoreria all'interno delle organizzazioni più complesse.

L'Associazione Italiana Tesorieri d'Impresa, AITI, fondata nel 1992 a Milano, promuove attualmente la trasformazione di una figura aziendale da sempre relegata a supporto delle altre funzioni, ad attività ad alto valore aggiunto potenziale, la figura del tesoriere 2.0.

Il coordinamento finanziario favorisce una migliore e più efficiente gestione della liquidità attraverso forme di autofinanziamento del gruppo finalizzate alla riduzione dell'indebitamento verso terzi, come *cash pooling*, finanziamenti *intercompany* e prestazioni di servizi infragruppo. Il *cash* in eccesso viene così fatto confluire verso un'unica società tesoriera, solitamente la capogruppo, la quale si occupa di organizzarne la gestione e la pianificazione monetaria a beneficio delle altre, mediante strumenti quali *forecasts* con rilevazione dei trends e dei relativi scostamenti.

Tuttavia l'ingerenza della capogruppo sugli aspetti gestionali delle controllate, è un tema che presenta rilevanti caratteri di problematicità in fatto di responsabilità per attività di direzione e coordinamento, ai sensi dell'art. 2497 del Codice Civile, tema sul quale si è pronunciata più volte la giurisprudenza.

Analogamente le operazioni fra parti correlate, fra cui gli scambi derivanti da forme di finanziamento infragruppo, risultano un delicato aspetto da regolare a livello normativo. Evitare di incorrere in richiami e sanzionamenti per aver usufruito di una struttura pluri-societaria a livello elusivo della legge, è oggi uno dei primi scopi della pianificazione fiscale.

Al fine di uno studio critico e analitico sul tema, verranno introdotti gli istituti normativi relativi al gruppo aziendale, per poi analizzare le scelte operate da Borsa Italiana Spa e da altre realtà di dimensioni e settori diversi, in merito alla gestione della liquidità.

Il lavoro è suddiviso in due parti, profili teorici e risvolti empirici, ognuna costituita da due capitoli in una logica di contiguità.

Nella prima parte, all'interno del primo capitolo, viene introdotta la figura del gruppo aziendale analizzandone struttura, vantaggi economici e riferimenti normativi, con particolare interesse alle operazioni tra parti correlate. Tra queste ultime trova posto la disciplina della responsabilità per attività di direzione e coordinamento e la disciplina dei prezzi di trasferimento, la quale deve essere applicata anche nel calcolo degli interessi sui prestiti tra società appartenenti alla medesima rete.

Nel secondo capitolo l'attenzione si focalizzerà sul ruolo della tesoreria a livello *corporate*, sull'evoluzione delle attività del tesoriere moderno e sulle forme di accentramento di tale funzione. Inoltre verranno riportate, direttamente dalla giurisprudenza, alcuni profili di responsabilità della capogruppo tesoriera in merito alle decisioni sulla finanza di gruppo, il trattamento riservato nelle procedure concorsuali e i relativi rimedi contrattuali e di governo societario.

La seconda parte si concentra sulle soluzioni operative effettivamente adottate dalle aziende.

Nel terzo capitolo verrà riportato il caso Borsa Italiana Spa e la gestione della funzione Finance Italy in ottica London Stock Exchange Group. In questa sede verranno analizzati gli strumenti adottati dal gruppo Italy per la gestione della liquidità organizzata in un sistema di tipo *cash concentration*, ovvero un sistema in grado di razionalizzare il ricorso all'indebitamento bancario sfruttando le forme di autofinanziamento precedentemente descritte.

Il lavoro terminerà con una ricerca rivolta alle società italiane e diffusa grazie alla collaborazione di AITI. Il sondaggio è teso ad indagare le modalità di gestione del finanziamento infragruppo all'interno di realtà diverse per settore e dimensione. I dati raccolti, relativi a 59 soggetti, verranno esaminati all'interno del quarto capitolo attraverso l'utilizzo della tecnica di inferenza statistica *Chi-Square Test* con lo scopo di analizzare eventuali correlazioni tra le caratteristiche dei gruppi e il rispettivo sistema di tesoreria adottato.

PARTE PRIMA - *profili teorici*

*“Quelli che s'innamoran di pratica senza scienza son come 'l
nocchier ch'entra in navilio senza timone o bussola, che mai
ha certezza dove si vada. Sempre la pratica deve essere
edificata sopra la bona teorica.”*

Leonardo da Vinci

Capitolo 1

I GRUPPI SOCIETARI E LA NORMATIVA

SOMMARIO – 1.1. Il gruppo aziendale – 1.1.1. Origine e classificazioni – 1.1.2. Le motivazioni economiche – 1.2. I riferimenti normativi delle operazioni infragruppo – 1.2.1. Il concetto di controllo e la responsabilità della capogruppo nel codice civile – 1.2.2. Le operazioni con parti correlate – 1.2.3. I prezzi di trasferimento

1.1. Il gruppo aziendale

La realtà economica e giuridica dei tempi moderni, contraddistinta da una particolare complessità ambientale e normativa, ha comportato diversi cambiamenti strutturali nel sistema economico-industriale, caratterizzato oggi da un'elevata presenza di aggregazioni aziendali. Il tessuto imprenditoriale nel quale operano oggi le società impone crescenti esigenze di internazionalizzazione e delocalizzazione produttiva. «Le relazioni interaziendali, cioè, rispondono alla necessità, avvertita da ciascuna azienda che vi partecipa, di conseguire il proprio equilibrio dinamico, ricorrendo a forme di cooperazione con altre aziende, ritenute efficaci per reagire ai condizionamenti dell'ambiente esterno o per tentare di sfruttare opportunità di sviluppo».¹

I mercati in continua evoluzione presuppongono notevole diversificazione di risorse economiche e finanziarie, aggiornate competenze tecnologiche, strategie ed investimenti che difficilmente un singolo imprenditore avrebbe la possibilità di procurarsi. In questo modo si vengono a creare aggregazioni aziendali², le quali possono avere struttura informale e quindi

¹ GIACCARI, F., 2003. *Le aggregazioni aziendali*. Cacucci, Bari, p. 12, secondo il quale la dimensione delle aziende e i legami interaziendali sono delle reazioni naturali agli stimoli dell'ambiente.

² CIAN, M., a cura di, 2014. *Diritto Commerciale*. Vol. 1. G. Giappichelli Editore, Torino. Sez. V, p. 277-299, *La cooperazione tra imprenditori* in cui si distinguono le aggregazioni di imprese caratterizzate da relazioni flessibili o solamente contrattuali (forme di cooperazione) e quelle in cui vi sono legami partecipativi nella proprietà dell'impresa come nel caso del gruppo (forme di integrazione). La distinzione assume particolare declinazione sul

non possedere accordi di natura contrattuale, come i *gentlemen's agreements*, i distretti industriali e le reti di subfornitura, oppure possono essere caratterizzate da relazioni contrattuali e patrimoniali stabili come accade nelle *joint ventures*, i cartelli, i consorzi fino ai veri e propri gruppi aziendali. Mentre dal punto di vista economico anche questi ultimi hanno acquisito pieno riconoscimento, il profilo giuridico costituisce tuttora un aspetto assai problematico e in fase di completamento all'interno di un diritto commerciale improntato alla regolamentazione delle singole ed isolate società.³

Gli istituti sono così obbligati a conformarsi, dai ristretti confini di un'economia regionale e individualistica, ad un capitalismo sovradimensionato.

Gli ultimi dati ISTAT indicano che i gruppi di imprese nel 2014 in Italia erano oltre 95.000, comprendendo quasi 219.000 imprese residenti e generando oltre 376 miliardi di valore aggiunto (più del 50 % del settore industria e servizi e il 70% delle società di capitali) per un dato occupazionale di oltre 5,6 milioni di addetti. Il 75,5% dei gruppi ha una struttura elementare (1 o 2 imprese attive), mentre quelli con più di 10 imprese residenti sono la minoranza pur avendo un impatto importante sull'occupazione.⁴ Più di 5.000 sono invece le società holding straniere che detengono una posizione di controllo su imprese italiane, dato che risulta importante alla luce dei profili gestionali interni all'azienda e per la capacità delle imprese di reperire capitale.⁵ Diverso e ugualmente frequente, il caso in cui sono le società italiane a costituire *ex novo* o acquisire il controllo su società estere già esistenti,⁶ ad esempio al fine di godere di una riduzione nel costo del lavoro o di vantaggi tributari nei paesi a fiscalità privilegiata (cd paesi *black list*).

piano della disciplina antitrust, in quanto le prime costituiscono intese anticoncorrenziali mentre le seconde fattispecie di concentrazioni.

³ DI MAJO, A., 2012. *I gruppi di imprese tra insolvenza e diritto societario*. G. Giappichelli Editore, Torino, p. 3

⁴ ISTAT, report 2016. *Risultati economici delle imprese, anno 2014* [Comunicati stampa online].

⁵ Indicazioni fornite dal Registro delle Imprese, Camera di Commercio. Disponibile su infocamere.it.

⁶ E' importante distinguere tra due diversi fenomeni mediante i quali un'impresa italiana può insediarsi all'estero: attraverso la costituzione di una stabile organizzazione (c.d. *branch*) o mediante la costituzione di una società o entità giuridica partecipata (c.d. *subsidiary*). Nel nostro ordinamento l'istituto della *branch* è stato recepito dall'articolo 162 del DPR n. 917/86 che individua la **stabile organizzazione** come una "sede fissa di affari per mezzo della quale l'impresa non residente esercita in tutto o in parte la sua attività sul territorio dello Stato". I due istituti mostrano importanti differenze sotto il profilo dell'imposizione tributaria e in diversi casi si è assistito ad operazioni di riqualificazione giuridica del fenomeno da parte dei giudici.

1.1.1. Origine e classificazioni

Il gruppo di società è stato definito come un'aggregazione di imprese societarie formalmente autonome ed indipendenti l'una dall'altra, ma assoggettate ad una direzione unitaria.

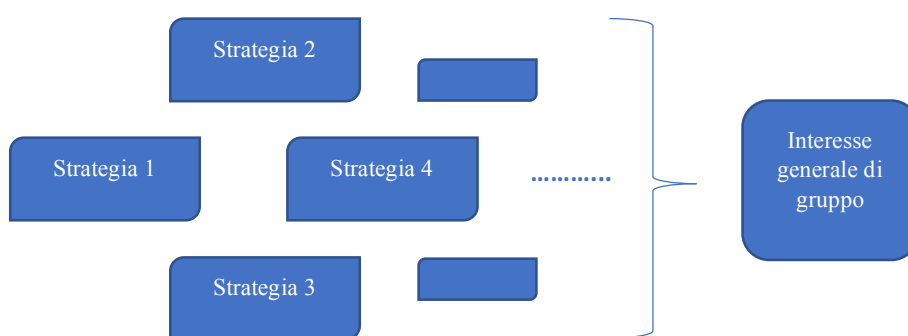
Ciascuna mantiene quindi la propria autonomia giuridica, pur essendo coordinate tutte da un unico soggetto economico. Questa definizione, fornita dalla dottrina, in quanto non esiste uno specifico riferimento normativo in materia, definisce tre elementi che caratterizzano l'istituto:

- L'esistenza di più aziende giuridicamente distinte ossia di una pluralità di soggetti dotati di una qualche forma di autonomia patrimoniale, ai quali fanno capo rispettivi diritti e obblighi in relazione allo svolgimento dell'attività aziendale. La pluralità di soggetti giuridici differenzia il gruppo dalle aziende multidivisionali, in cui vi è l'esistenza di un unico centro al quale fanno capo i rispettivi diritti e obblighi. In entrambe le fattispecie vi è un flusso gerarchico e una definizione di strategia *corporate* contrapposta a quelle di *business*, ma nel caso delle *business units* (c.d. aree strategiche di affari) delle aziende multidivisionali, si tratta di semplici specializzazioni nella medesima realtà societaria;
- Un unico soggetto economico costituito dalla capogruppo che tramite il controllo detiene il più ampio potere decisionale e assicura un'attività di coordinamento e di indirizzo unitaria;
- La dissociazione del luogo economico entro cui si prendono le decisioni di indirizzo rispetto a quello nel quale si riflettono le condizioni di rischiosità legate al business.

Tutti questi elementi dipendono poi dal grado di integrazione e accentramento del gruppo stesso. L'elemento che certamente riveste maggior importanza è la direzione unitaria che consente all'aggregato di perseguire propri ed autonomi fini, traducendo i legami strutturali che vincolano le singole imprese in unità di azione. Mentre i legami strutturali assumono di volta in volta forme e caratteri diversi, l'unità direzionale si presenta come un dato stabile e costante in tutte le forme di gruppo. Inoltre dal punto di vista normativo, come già accennato, non è fornita un'esplicita definizione di tale istituto, ma compare l'espressione "*attività di direzione e coordinamento*" nel D.Lgs. 17 gennaio 2003 n. 6, modificato dal D.Lgs. 37/2004 negli articoli 2497 ss, di cui tratteremo in tema di responsabilità degli amministratori. La stessa Corte di Cassazione ha affermato che il controllo societario è alla base del modello strutturale del gruppo di società, ma non ne esaurisce il fenomeno, in quanto il fatto caratterizzante si sostanzia nella

direzione e nel coordinamento unitario espletato dalla holding.⁷ Tale attività cerca quindi di imprimere un indirizzo unitario per il conseguimento di un fine comune, che permetta alle consociate di perseguire anche la propria strategia individuale.

Talvolta la gestione d'insieme risulta così prevalente e l'autonomia delle imprese così limitata da far coincidere il gruppo con un'unica azienda.⁸ Altre volte il gruppo è configurabile come un insieme di imprese caratterizzate da forti legami nel quale tuttavia l'autonomia economica delle singole non viene meno, potendo risultare tutt'al più limitata dall'interesse generale del gruppo.⁹



Nel paragrafo successivo verranno indagate le ragioni che portano alla formazione dei gruppi, in questa sede ci limitiamo ad affermare che questa è determinata dalla crescita aziendale.

La crescita può avvenire mediante l'acquisizione del controllo su aziende già esistenti,

⁷ Cfr. Cass., 26 febbraio 1990, n. 1439, meglio conosciuta come Sentenza *Caltagirone* nella quale i tre fratelli Caltagirone venivano dichiarati falliti quali imprenditori commerciali a titolo individuale delle società di capitali da ciascuno controllate. E' questo il caso della super-società di fatto o holding individuale che viene a configurarsi quando sia ravvisata un'attività di finanziamento, gestione e amministrazione di un patrimonio altrui, non limitandosi così al mero esercizio dei poteri inerenti alla qualità di socio. Il Tribunale affermava che ciascuna di tali imprese "pur non avendone la forma tradizionale, avesse operato alla stregua di una vera e propria holding, che di fatto amministrava le società di cui possedeva l'intero capitale sociale".

⁸ AZZINI, L., 1975. *I gruppi aziendali*. Giuffrè Editore, Milano, p. 25-40. Secondo l'autore, la definizione di "gruppo" risulta formata da due parti contraddittorie: l'esistenza di un gruppo di imprese e la gestione unitaria per il perseguimento di un fine comune. Una organizzazione con questi caratteri sembrerebbe dunque operare come un'impresa e non come un insieme di imprese.

⁹ CIVERRA, E., 2013. *Il finanziamento delle società di capitali*. Giuffrè Editore, Milano, p. 125-131, secondo cui "Il fenomeno del gruppo genera quella che è stata definita un'antinomia tra realtà sostanziale e posizione formale delle singole società: queste ultime continuano ad essere realtà autonome tenute a perseguire il proprio esclusivo interesse sociale a tutela dei soci di minoranza e dei terzi; la realtà sostanziale, invece, vede il dispiegarsi di una situazione nella quale una pluralità di società svolge la propria attività nell'ambito di un unitario centro di organizzazione economica imprenditoriale".

attraverso la costituzione di aziende indipendenti o come il risultato di processi di riorganizzazione. Le modalità si suddividono in modalità aggregative e disaggregative. Nella pratica sono quattro le modalità più utilizzate:

- Acquisizione di partecipazioni di controllo attraverso contrattazioni tra le parti o acquisto di azioni sul mercato;



- Conferimento di partecipazioni di controllo ovvero conferimento in un soggetto giuridicamente autonomo, nuovo o preesistente, in cambio di quote del capitale di rischio;



- Costituzione di nuova società per nuove attività ossia creazione di un nuovo soggetto giuridicamente autonomo;



- Scorporo di attività a partire da distinti rami aziendali, sviluppandone alcuni e/o usufruendo di agevolazioni fiscali per altri (es. creazione di una finanziaria o un'immobiliare).



I gruppi di imprese vengono inoltre classificati sulla base di elementi quali la natura della capogruppo, le caratteristiche delle combinazioni economiche e la struttura formale. Di seguito verranno presentate le principali classificazioni.

Gruppi pubblici e gruppi privati → Mentre nei gruppi pubblici il socio di maggioranza della capogruppo risulta essere un ente pubblico, nei gruppi privati questo è una persona fisica o una società non a carattere pubblico.

Gruppi finanziari e gruppi economici → I primi sono gruppi controllati da una holding pura o finanziaria ovvero una società la quale si occupa solamente di gestire le partecipazioni e i cui legami con le consociate sono di natura meramente finanziaria. Tali gruppi si possono suddividere ulteriormente in *gruppi patrimoniali*, in cui la casa madre si limita al possesso di partecipazioni di controllo senza intervenire sulla gestione degli organi, e in *gruppi finanziari* in senso stretto, in cui la capogruppo amplia le funzioni e condiziona le azioni di investimento e di finanziamento delle controllate intervenendo anche nella nomina degli organi e sulla formulazione degli obiettivi di performance.

Nei gruppi economici i rapporti tra le diverse unità sono di natura tecnico-operativa e l'attività prevalente svolta caratterizza l'intero gruppo (es. gruppi chimici, agroalimentari, farmaceuti...). A loro volta si suddividono in *gruppi industriali*, in cui l'azienda al vertice agisce nella gestione strategica delle unità definendo le aree di business e le strategie competitive, e in *gruppi imprenditoriali*, in cui la holding accentra la pianificazione strategica e il controllo e centralizza al massimo le attività per un efficace coordinamento delle consociate ritenute parti di un'unica entità economica.

Come è possibile notare la distinzione avviene sulla base dell'integrazione strategica determinata dalla capogruppo ovvero in base all'intensità di intervento di questa nelle attività delle consociate, minore nei gruppi finanziari e maggiore in quelli economici. Non mancano poi i c.d. *gruppi misti* in cui si combinano assieme i caratteri delle due precedenti presentando al loro interno imprese economicamente collegate e altre solo finanziariamente connesse.

Gruppi a integrazione orizzontale e a integrazione verticale → Si è dinanzi ad un gruppo ad integrazione orizzontale quando le imprese appartenenti svolgono attività economiche analoghe e nello stesso settore, mentre i gruppi a integrazione verticale operano in una logica di filiera quando le diverse unità realizzano fasi successive del processo produttivo. I *gruppi conglomerati* sono invece quei gruppi in cui le aziende operano in settori diversificati con l'obiettivo di ridurre il rischio ad operare in un solo settore di attività.

Vi sono poi altre classificazioni in base alla struttura formale e al rapporto partecipativo diretto o indiretto tra la holding e le controllate: struttura *semplice* qualora la capogruppo detenga partecipazioni dirette nel capitale di altra impresa, *complessa* quando attraverso una partecipazione in una società si controlla indirettamente anche l'unità da quest'ultima

controllata.¹⁰



1.1.2. Le motivazioni economiche

Concludendo l'analisi svolta relativamente all'origine e alle classificazioni dei gruppi aziendali si è notato come questi possano quindi essere costituiti aggregando più imprese prima separate, aumentando la complessità di realtà già affermate o creando più imprese da una sola originaria. Tali fenomeni rimangono la forma di collaborazione più diffusa in quanto rispondono principalmente a tre ordini di esigenze: flessibilità strutturale, delimitazione e riduzione dei rischi di investimento e di *leverage* finanziario.¹¹

Flessibilità strutturale poiché consente di adeguare, con notevole immediatezza, le strutture delle imprese alle risposte e alle sollecitazioni del mercato anche attraverso una costante azione di diversificazione di produzioni. Dal punto di vista strutturale, l'aumento delle dimensioni aziendali e l'acquisizione di quote di mercato in tempi ristretti, comporta il raggiungimento di un certo vantaggio competitivo nei confronti della concorrenza, frutto di economie di scala, di raggio d'azione e di specializzazione che consentono un'importante razionalizzazione dei costi. Allo stesso tempo può risultare più semplice abbandonare un determinato settore economico, essendo sufficiente cedere il controllo delle unità che vi operano.

Il vantaggio della **riduzione e delimitazione dei rischi di investimento** è intuitivo poiché la responsabilità nei confronti dei creditori rimane circoscritta al patrimonio di ogni singola società controllata in relazione alla natura specifica dell'attività svolta permettendo così di limitare le perdite.¹² L'indipendenza giuridica delle singole unità rappresenta la caratteristica del gruppo aziendale che permette di sfruttare tale opportunità, particolarmente rilevante

¹⁰ SOSTERO, U., 2015. *Bilancio consolidato*. Libreria Editrice Cafoscarina, Venezia, p. 5 ss.

¹¹ DI MAJO, A., 2012. *I gruppi di imprese tra insolvenza e diritto societario*. G. Giappichelli Editore, Torino, p. 9 ss.

¹² AZZINI, L., 1975. *I gruppi aziendali*. Giuffrè Editore, Milano, p. 40-49. I vantaggi finanziari risultano essere anche quelli relativi alla flessibilità strutturale di cui gode il gruppo. I finanziamenti a condizioni più convenienti sono consentiti dalla maggiore redditività e dai minori rischi di gestione dati dalla dimensione, diversificazione e specializzazione che caratterizzano il gruppo rispetto alla singola impresa.

quando si tratta di investire in nuove iniziative imprenditoriali caratterizzate da elevati profili di rischio. Questo vantaggio consente, infatti, l'investimento per l'attuazione di iniziative giudicate notevolmente rischiose, ad esempio, l'espansione in settori particolarmente dinamici che richiedono ingenti risorse. Il frazionamento e la limitazione del rischio dipendono dalla capacità del soggetto economico di gruppo, di collocare le diverse iniziative imprenditoriali in differenti unità economiche aventi la forma di società di capitali, ovvero di società a responsabilità limitata, circoscrivendo per ognuna di esse l'investimento in capitale di rischio. In questo modo ogni iniziativa imprenditoriale sarà immune dalla sorte delle altre (frazionamento del rischio) ed il capitale investito per ognuna di esse, risponderà nei limiti dei conferimenti effettuati (limitazione del rischio).

Il beneficio del **leverage finanziario** permette di separare la proprietà dal controllo consentendo all'azionista di maggioranza di sottoporre alla propria influenza il massimo quantitativo di attività economiche con il minimo ammontare di capitale investito. Tale vantaggio trova massima espressione in presenza del fenomeno delle scatole cinesi, «un sistema di società finanziarie legate tra loro ed alla capogruppo attraverso partecipazioni di maggioranza assoluta o relativa, strutturato in modo da garantire il controllo di una o più società operative a valle e in modo sia da minimizzare le risorse impiegate dal soggetto economico per controllare il complesso, che da massimizzare quelle apportate da terzi».¹³

Inoltre il gruppo permette il raggiungimento di vantaggi finanziari e tributari attraverso la dislocazione di alcune unità economiche in paesi a fiscalità privilegiata. In sostanza si tratta di uno strumento che consente un miglioramento dell'economicità complessiva rispetto alle unità che ne fanno parte grazie alle sinergie tecnologiche, economiche e finanziarie e attraverso una maggiore integrazione dei processi produttivi e un migliore ritorno degli investimenti. Tutto ciò circoscrivendo rischi e responsabilità e presentandosi come un'entità più solida agli occhi dei diversi *shareholders*.

«I vantaggi attesi si riflettono sugli equilibri economici e finanziari, anche se ne deriva una limitazione dell'autonomia in maniera più o meno intensa in relazione all'estensione del rapporto».¹⁴ Gli svantaggi possono invece essere imputati alla complessità e onerosità legata

¹³ FORNACIARI, L., 2017. *Gruppi aziendali e bilancio consolidato in Italia*. 2° ed., Giappichelli Editore, Torino, p. 1-13.

¹⁴ GIACCARI, F., 2003. *Le aggregazioni aziendali*. Cacucci, Bari, p. 12 con un approccio positivo al fenomeno del gruppo aziendale, la cui unione lascerebbe immutata la sovranità decisionale del soggetto economico sulle attività non condizionate dai legami interaziendali, avendo la facoltà e il dovere di esercitare il potere di indirizzo

alla presenza di società giuridicamente distinte e al contemperamento di molteplici interessi. Il decentramento del processo decisionale può provocare una burocratizzazione dello stesso, motivo per cui l'integrazione e l'accentramento di determinate funzioni risulta fondamentale per identificare nel gruppo un modello più efficiente ed efficace. Integrazione e accentramento, nonché delega di determinate funzioni gestorie, che non deve collidere con la responsabilità di colui che esercita attività di direzione e coordinamento, unico istituto regolato nel codice civile in materia di gruppi.

1.2. I riferimenti normativi delle operazioni infragruppo

All'interno del nostro ordinamento non è presente una disciplina specifica in tema di gruppi societari, eccetto che ai fini fiscali. L'art. 43-ter del DPR 602/73 sulla compensazione delle imposte, stabilisce che sono controllate le società le cui quote sono possedute da altre società per una percentuale superiore al 50% del capitale, fin dall'inizio del periodo d'imposta precedente a quello cui si riferiscono i crediti di imposta ceduti.¹⁵

La regolamentazione dedicata invece alla redazione del bilancio consolidato si compone di regole di natura giuridica, come la normativa di derivazione comunitaria, e di pronunciamenti elaborati da organismi privato-professionali, cioè i principi contabili nazionali e internazionali.

Il D.Lgs. 127/91, recependo la VII direttiva comunitaria sul bilancio consolidato del 1983, disciplina il processo di consolidamento e la redazione, il controllo e la pubblicazione del bilancio consolidato di gruppo. A supporto della regolamentazione nazionale vi è poi il principio professionale dell'Organismo Italiano di Contabilità, OIC 17, "Bilancio consolidato

e di governo sulla propria gestione aziendale.

¹⁵ Il Testo Unico delle Imposte sui Redditi (TUIR, D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917) contiene poi la normativa relativa al *consolidato fiscale*, un'opportunità di modalità di tassazione concessa ai gruppi societari, la cui disciplina è indicata negli artt. 117-129. Non tutti i gruppi, però, possono effettuare l'opzione per il consolidato; ad esempio un'eccezione è costituita dalle società che optano per la trasparenza in qualità di partecipate (artt. 115-116 del TUIR). Sempre all'interno del TUIR è poi possibile trovare la normativa sul *transfer pricing* (vedi *infra*) e sulle cd *controlled foreign companies* (art. 167). Quest'ultima prevede che il reddito conseguito dalla controllata estera sia imputato al soggetto residente controllante per trasparenza, prescindendo dal periodo di possesso della partecipazione e dall'effettiva percezione dei dividendi. Il reddito conseguito nell'esercizio dovrà essere imputato al soggetto residente controllante in proporzione alla sua quota di partecipazione agli utili e verrà tassato in modo separato in capo allo stesso secondo quanto previsto dall'articolo. Al co 5 del medesimo, sono previsti due esimenti al fine di dimostrare l'effettiva operatività della società estera controllata.

e metodo del patrimonio netto”.

L'insieme dei principi contabili internazionali si compone invece degli International Accounting Standards, IAS, elaborati dall'International Accounting Standards Committee, IASC, e dagli International Financial Reporting Standards redatti dall'International Accounting Standards Boards, IASB. In merito al *consolidation package* si può far riferimento all'IFRS 10 “Bilancio consolidato”, IFRS 11 “Accordi a controllo congiunto”, IFRS 12 “Informativa sulle partecipazioni in altra entità” e ai rinnovati IAS 24 “Operazioni tra parti correlate”, IAS 27 “Bilancio separato” e IAS 28 “Partecipazioni in società collegate e joint ventures”.¹⁶

Dati i molteplici interessi sottostanti alle dinamiche di gruppo, la normativa comunitaria e nazionale hanno focalizzato l'attenzione sul conflitto di interessi che può sorgere nei rapporti di controllo infragruppo, regolandone diversi aspetti a tutela dei soci di minoranza e del mercato. In seguito verranno descritti tre pilastri fondamentali che regolano i rapporti di gruppo e comportano una regolamentazione specifica:

- La responsabilità per attività di direzione e coordinamento ex art. 2497 C.C.;¹⁷
- Le operazioni con parti correlate;
- I prezzi di trasferimento.

Mentre il primo istituto riguarda aspetti prettamente civilistici e penali, gli ultimi due entrano nel novero delle operazioni regolate anche ai fini fiscali trattandosi di procedure contabili e movimentazioni di denaro che possono dar luogo a comportamenti elusivi della legge.

1.2.1. Il concetto di controllo e la responsabilità della capogruppo nel codice civile

Come già evidenziato il gruppo in quanto tale non è disciplinato dal codice civile. Tra le poche norme presenti all'interno del codice, vi sono quelle che riguardano l'acquisizione del controllo

¹⁶ SOSTERO, U., 2015. *Bilancio consolidato*. Libreria Editrice Cafoscarina, Venezia, p. 29-31.

¹⁷ MUSSELLI, A., MUSSELLI, A.C., 2011. *Transfer pricing*. Gruppo 24 ore, Milano, p. 37-43. “Nell'ottica aziendalistica il gruppo è un agglomerato di imprese giuridicamente distinte, ma economicamente vincolate in maniera durevole mediante l'azione di un unico soggetto economico. Il soggetto economico è colui (o coloro) il quale ha il potere di determinare l'indirizzo di gestione e nel cui prevalente interesse l'attività d'impresa è istituita e retta.” Proprio da questo interesse prende piede il conflitto di interesse tra capogruppo e consociate (vedi *infra*).

e la responsabilità di colui che esercita attività di direzione e coordinamento.

❖ L'art. **2359** del codice definisce le **società controllate e collegate**.

co 1 - Sono considerate società controllate: 1) le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria, 2) le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria, 3) le società che sono sotto influenza dominante di un'altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa.

co 2 – Ai fini dell'applicazione dei nn. 1 e 2 del primo comma si computano anche i voti spettanti a società controllate, a società fiduciarie e a persona interposta: non si computano i voti spettanti per conto di terzi.

co 3 - Sono considerate collegate le società sulle quali un'altra società esercita un'influenza notevole. L'influenza si presume quando nell'assemblea ordinaria può essere esercitato almeno un quinto dei voti ovvero un decimo se la società ha azioni quotate in mercati regolamentati.

Nel caso di società controllate, tale controllo può essere di diritto quando una società dispone della maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria o di fatto quando una società esercita un'influenza dominante attraverso voti in assemblea (rilevante in caso di azionariato diffuso) o in virtù di particolari vincoli contrattuali. Si parla poi di controllo indiretto quando si devono considerare anche i voti spettanti a società controllate o fiduciarie. In ogni caso i voti o gli accordi contrattuali devono consentire una stabilità nel controllo. Oltre alle percentuali di voto in assemblea individuate dal codice civile per supporre un'influenza notevole relativamente alle società collegate, è difficile individuare altre situazioni nelle quali si possa presupporre tale situazione. La presunzione di influenza notevole può esserci ad esempio in caso di presenza negli organi direttivi della società, esistenza di operazioni intra-societarie rilevanti in valore e in natura, capacità di nomina di personale a livello dirigenziale o partecipazione nella formulazione di direttive gestionali.

❖ L'art. **2497** del codice definisce la **responsabilità del soggetto controllante**.

co 1 - Le società o gli enti che, esercitando attività di direzione e coordinamento di società, agiscono nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società medesime, sono direttamente responsabili nei confronti dei soci di queste per il pregiudizio arrecato alla redditività ed al valore della partecipazione sociale, nonché nei confronti dei creditori sociali per la lesione cagionata all'integrità del patrimonio della società. Non vi è responsabilità quando il danno risulta mancante alla luce del risultato complessivo

dell'attività di direzione e coordinamento ovvero integralmente eliminato anche a seguito di operazioni a ciò dirette.

co 2 - Risponde in solido chi abbia comunque preso parte al fatto lesivo e, nei limiti del vantaggio conseguito, chi ne abbia consapevolmente tratto beneficio.

co 3 - Il socio ed il creditore sociale possono agire contro la società o l'ente che esercita l'attività di direzione e coordinamento, solo se non sono stati soddisfatti dalla società soggetta alla attività di direzione e coordinamento.

co 4 - Nel caso di fallimento, liquidazione coatta amministrativa e amministrazione straordinaria di società soggetta ad altrui direzione e coordinamento, l'azione spettante ai creditori di questa è esercitata dal curatore o dal commissario liquidatore o dal commissario straordinario.

Nonostante possa sembrare una particolare declinazione della disciplina di gruppo, la responsabilità di colui il quale esercita attività di direzione e coordinamento è di fondamentale importanza nell'analisi della materia.

Sebbene la norma verrà esaminata più approfonditamente nel capitolo successivo in merito alla gestione del conflitto di interessi con le consociate, si possono evidenziare fin da subito le caratteristiche principali.

In primo luogo è acceso il dibattito sulla natura contrattuale o extra-contrattuale della responsabilità. Mentre la responsabilità contrattuale sanziona l'inadempimento di un'obbligazione preesistente qualunque sia la fonte, contrattuale o legale, la responsabilità extracontrattuale deriva dalla violazione di norme di condotta che regolano la vita sociale e che impongono doveri di rispetto degli interessi altrui a prescindere da una specifica pretesa creditoria. La tesi a favore della prima trova diverse giustificazioni basate in primis sulla declinazione contrattuale di un obbligo giuridico specifico imposto dalla legge, ovvero l'attività di direzione e coordinamento, il cui abuso comporterebbe l'inadempimento dell'obbligazione. La norma allude esplicitamente alla violazione di obblighi specifici di comportamento consistenti nell'osservanza dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale e del principio di correttezza tipico del rapporto obbligatorio di esecuzione del contratto. Inoltre il fenomeno giuridico del gruppo aziendale può essere inquadrato come una catena di singoli contratti societari accomunati da un collegamento negoziale. In questo modo i diversi interessi sociali vengono indirizzati al conseguimento di un interesse di gruppo, che li integra e li

trascende.¹⁸ Altra parte della dottrina concorda, però, nel sostenere la natura extracontrattuale di tale responsabilità, riconducendola a quella degli amministratori di spa verso terzi ex art. 2395 C.C. Secondo questa impostazione non vi è alcuna norma di legge o principio che imponga agli amministratori della capogruppo di tutelare l'interesse della controllata essendo quest'ultima un soggetto di diritto autonomo e distinto dalla società controllante e quindi un soggetto terzo che riceve un danno ingiusto ex art. 2043 C.C. In tal caso l'onere della prova a carico dell'attore è particolarmente gravoso (la c.d. *probatio diabolica*), dovendo egli provare, oltre al danno ingiusto, la colpa della holding danneggiante e il nesso di causalità tra la condotta e il danno.¹⁹

In secondo luogo, la seconda parte del co 1, esplicita la teoria dei c.d. *vantaggi compensativi* in base alla quale deve escludersi la sussistenza di un conflitto d'interessi in presenza di un'operazione infragruppo pregiudizievole per la singola società aggregata, qualora dall'appartenenza al gruppo derivino alla società medesima, vantaggi ritenuti idonei a compensare il danno sofferto. Se da un lato vi può essere l'interesse dell'impresa di gruppo a non vedere paralizzata la propria attività di direzione e coordinamento, dall'altro vi è senz'altro l'interesse dei creditori sociali e dei soci a non veder vanificata la tutela dei propri diritti attraverso l'ammissione di compensazioni eccessivamente elastiche. Di conseguenza la nozione di vantaggio compensativo non è esente da differenti approcci interpretativi. Si tratta di stabilire se tali vantaggi debbano intendersi in termini strettamente quantitativi e ragionieristici tali cioè da consentire un'equa redistribuzione del *surplus* prodotto dall'operazione fra tutte le società del gruppo, oppure in termini più elastici e di ragionevole probabilità, al fine di consentire una compensazione tra vantaggio e svantaggio su piani economici differenti.²⁰ Nonostante le intenzioni del legislatore sembrino risolversi a favore della prima impostazione più rigorosa quando si parli di danno "integralmente eliminato", il fatto che egli si limiti a prescrivere una valutazione del "risultato complessivo" consente un'interpretazione del criterio in esame più ampia ed elastica.²¹

¹⁸ GIOVANNINI, S., 2007. *La responsabilità per attività di direzione e coordinamento nei gruppi di società*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 305. Giuffrè Editore, Milano, p.19-26 sul collegamento negoziale dei diversi contratti sociali.

¹⁹ NEGRI-CLEMENTI, A., FEDERICI, F.M. *La natura della responsabilità della capogruppo e la tutela del socio di minoranza* in *Le Società*, 2013, n. 5, p. 519 sul maggior peso degli argomenti individuati per sostenere la natura contrattuale della responsabilità ex art. 2497 C.C.

²⁰ GIOVANNINI, S., 2007. *La responsabilità per attività di direzione e coordinamento nei gruppi di società*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 305. Giuffrè Editore, Milano, p. 152-172 sulla definizione di interesse di gruppo come interesse della maggioranza.

²¹ CIAMPOLI, G. I "vantaggi compensativi" nei gruppi di società in *Le società*, 2005, n. 2, p. 164 in nota a Cass.

In terzo luogo al co 2 è responsabile in solido chiunque abbia preso parte al fatto lesivo e chi ne abbia consapevolmente tratto beneficio nei limiti del vantaggio conseguito. Vengono qui considerati ad esempio anche i detentori di una partecipazione qualificata anche se non di maggioranza, i creditori della holding che abbiano spinto gli amministratori a compiere l'atto al fine di incrementare la propria garanzia fino agli stessi amministratori della società controllata qualora non fossero intervenuti per evitare il danno pur essendo a conoscenza dell'atto.²²

Infine è necessario evidenziare anche i seguenti articoli in tema di responsabilità e di doveri di colui che esercita attività di direzione e coordinamento, ma anche di colui che ne è sottoposto in virtù del particolare rapporto che lo investe al fine di tutelare i terzi contraenti. L'art 2497-bis e 2497-ter sanciscono rispettivamente l'obbligo di pubblicità della società o dell'ente alla cui attività di direzione e coordinamento è soggetta la società controllata e l'obbligo di motivazioni in merito alle decisioni di quest'ultima quando influenzate dalla capogruppo. A tutela del soggetto sottoposto ad attività di direzione e coordinamento, l'art. 2497-quinquies rimanda all'istituto ex art. 2467 sulla postergazione del rimborso per i finanziamenti effettuati dalla controllante in momenti in cui risultava più opportuno un conferimento.

1.2.2. Le operazioni con parti correlate

La disciplina delle operazioni con parti correlate in passato era prevista solo nella normativa secondaria della Consob e nei Codici di Autodisciplina delle società quotate.²³ Il D.Lgs. n. 310 del 28 dicembre 2004 ha introdotto nel codice civile la disciplina delle operazioni con parti

Civ. 24 agosto 2004, n. 16707, caso in cui è stata rigettata la domanda promossa da una società che citava in giudizio gli amministratori della holding, accusandoli di aver sacrificato gli interessi della controllata. La Corte d'Appello ha evidenziato i vantaggi pervenuti alla società, derivanti dall'appartenenza al gruppo, ritenendo quindi che il danno risultasse mancante alla luce del risultato complessivo.

²² GIOVANNINI, S., 2007. La responsabilità per attività di direzione e coordinamento nei gruppi di società. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 305. Giuffrè Editore, Milano, p. 121-127 sulla responsabilità del soggetto che si inserisce occasionalmente nella gestione.

²³ Il Codice di Autodisciplina adottato dal *Comitato di Corporate Governance* di Borsa Italiana nel marzo 2016 prevede che il consiglio di amministrazione delle società quotate adotti misure volte ad assicurare che le operazioni poste in essere da un amministratore con parti correlate, debbano essere compiute in modo trasparente, rispettando i criteri di correttezza sostanziale e procedurale. Il Codice definiva in particolare le specifiche operazioni che dovevano essere approvate previo parere del comitato per il controllo interno e con l'assistenza di esperti consiglieri indipendenti.

correlate all'art. 2391-bis, il quale rimanda al Regolamento Consob.

❖ L'art. **2391-bis** del codice regola le **operazioni tra parti correlate**.

co 1 - Gli organi di amministrazione della società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio adottano, secondo principi generali indicati dalla Consob, regole che assicurano la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate e li rendono noti nella relazione sulla gestione; a tali fini possono farsi assistere da esperti indipendenti, in ragione della natura, del valore o delle caratteristiche dell'operazione.

co 2 – I principi di cui al primo comma si applicano alle operazioni realizzate direttamente o per il tramite di società controllate e disciplinano le operazioni stesse in termini di competenza decisionale, di motivazione e di documentazione. L'organo di controllo vigila sull'osservanza delle regole adottate ai sensi del primo comma e ne riferisce nella relazione all'assemblea.

Il Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010 disciplina il fenomeno in modo organico occupandosi sia di regole sulla trasparenza informativa, sia di specifici presidi procedurali. Le operazioni con parti correlate sono collocate tra i rimedi contro le condotte opportunistiche finalizzate al depauperamento del patrimonio societario che sono poste in essere dagli organi gestori a danno della società e degli azionisti.

Per difendere i diritti degli azionisti di minoranza, promuovendo una maggiore trasparenza sull'operato delle società, i principi contabili internazionali, in particolare lo IAS 24, hanno definito quali sono le “parti correlate” della società.²⁴ Il principio richiede un'adeguata divulgazione dei rapporti e delle operazioni con parti correlate al fine di “assicurare che il bilancio di un'entità contenga le informazioni integrative necessarie a evidenziare la possibilità che la sua situazione patrimoniale-finanziaria ed il suo risultato economico possano essere stati alterati dall'esistenza di parti correlate e da operazioni e saldi in essere con tali parti, inclusi gli impegni”. Sono correlati ad altra società che redige il bilancio, una persona o un'entità che:

- i. ha il controllo o il controllo congiunto dell'entità che redige il bilancio;

²⁴ Parte della dottrina utilizza l'espressione “*tunneling*” per indicare “*the transfer of resources out of a company to its controlling shareholder, who is typically also a top manager*” (Johnson, LaPorta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, 2000). Tale fenomeno viene suddiviso in tre categorie (Atanasov, Black, Ciccotello, 2007): *equity tunneling*, *asset tunneling* e *cash flow tunneling*. Attraverso queste operazioni vengono quindi lesi i diritti della minoranza a favore degli azionisti di controllo, che sottraggono ai primi parte delle risorse insite nella società o nel gruppo (ad esempio mediante l'applicazione di *transfer pricing*, vedi *infra*). *Tunneling and Expropriation*, disponibile su finworld.wikidot.com.

- ii. ha un'influenza notevole sull'entità che redige il bilancio;
- iii. è uno dei dirigenti con responsabilità strategiche dell'entità che redige il bilancio o di una sua controllante;
- iv. fa parte dello stesso gruppo dell'altra entità;
- v. è una collegata o una *joint venture* dell'altra entità (o una collegata o una *joint venture* facente parte di un gruppo di cui fa parte l'altra entità);
- vi. assieme alla società che redige il bilancio, è *joint venture* di una stessa terza controparte;
- vii. è una *joint venture* di una terza entità e la società che redige il bilancio è una collegata della terza entità;
- viii. è rappresentata da un piano per benefici successivi alla fine del rapporto di lavoro a favore dei dipendenti dell'entità che redige il bilancio o di un'entità ad essa correlata. Se l'entità che redige il bilancio è essa stessa un piano di questo tipo, anche i datori di lavoro che la sponsorizzano sono correlati all'entità che redige il bilancio.

Il Regolamento della Consob ha ulteriormente precisato queste definizioni per renderle più operative. In particolare per verificare l'eventuale controllo o l'influenza di un soggetto su una società si considerano i rapporti diretti e indiretti (una quota non inferiore al 20% dei diritti di voto), anche attraverso società controllate, fiduciari e interposte persone. Entrano nel novero delle parti correlate i familiari stretti dei dirigenti con responsabilità strategiche o delle persone che controllano o influenzano in maniera notevole una società. In merito al piano di benefici rivolto ai dipendenti, per la Consob è parte correlata di una società anche un fondo pensionistico complementare, collettivo od individuale, italiano od estero, costituito a favore dei dipendenti della società, o di una qualsiasi altra entità ad essa correlata.

La disciplina del Regolamento definisce poi i profili procedurali dell'istituto distinguendo le operazioni in tre gruppi: quelle di maggiore rilevanza (se il controvalore dell'operazione supera il 5% del patrimonio della società oppure se l'attivo o le passività dell'entità oggetto dell'operazione supera il 5% dell'attivo della società), quelle di minore rilevanza e quelle ordinarie. In entrambi i casi viene istituito un comitato composto da amministratori non esecutivi e non correlativi, cd amministratori indipendenti, che nelle operazioni di maggiore rilevanza fornirà un parere vincolante, nelle altre qualora vi sia parere negativo da parte del comitato, potranno essere ugualmente compiute previa pubblicità informativa.

Le operazioni con parti correlate sono soggette ad un importante obbligo pubblicitario volto alla tutela dei soci e del mercato in generale. Nella preparazione del bilancio consolidato del gruppo, le operazioni e i saldi in essere con parti correlate infragruppo sono eliminati. Lo IAS 24 richiede che vengano fornite “informazioni integrative su rapporti, operazioni e saldi in essere con parti correlate, inclusi gli impegni, nel bilancio consolidato e separato di una controllante o di investitori con il controllo congiunto di una partecipata, o con un'influenza notevole sulla stessa, presentata nel bilancio in conformità con l'IFRS 10”.²⁵ Il codice civile dispone che le operazioni con parti correlate siano riportate nella nota integrativa del bilancio ai sensi dell'art. 2427, co 1, n. 22 bis. Il Regolamento incide poi sui profili di trasparenza di tali operazioni. L'art. 5 del citato Regolamento prevede che per le operazioni di maggiore rilevanza le società debbano predisporre un documento informativo in cui siano evidenziati i rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dalle operazioni. Il documento deve contenere:

- la descrizione delle caratteristiche, delle modalità, dei termini e delle condizioni dell'operazione;
- l'indicazione delle parti correlate e le motivazioni economiche della convenienza per la società;
- le modalità di determinazione del corrispettivo dell'operazione e le valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato;
- le informazioni relative ai componenti del consiglio degli organi amministrativi, di controllo, direttori generali e dirigenti della società, che abbiano condotto o partecipato alle trattative, con l'indicazione di coloro che hanno votato a favore o contro all'operazione, o si sono astenuti, specificandone le motivazioni.

Il documento informativo deve essere messo a disposizione del pubblico entro una settimana e trova applicazione anche per le operazioni che, pur non qualificabili singolarmente come rilevanti, superano la soglia qualora siano considerate in modo cumulativo. E' poi prevista l'istituzione di un registro, banca-dati, nel quale l'emittente inserisce e ordina le parti correlate

²⁵ Informazioni che vengono inserite all'interno della Relazione sulla Gestione (che può rimandare alle note integrative al bilancio) se si tratta di bilancio consolidato, mentre deve darsi evidenza diretta in nota integrativa in caso di bilancio della singola impresa.

sulla base delle informazioni ottenute nell'ordinaria disponibilità della società controllante.²⁶

In tema di responsabilità degli amministratori indipendenti nel Comitato Parti Correlate, la dottrina prevede l'applicazione estensiva dell'istituto sulla responsabilità per attività di direzione e coordinamento ex art. 2497 C.C. Indubbia la natura extracontrattuale della suddetta responsabilità nel caso di specie.²⁷

1.2.3. I prezzi di trasferimento

L'espressione *transfer pricing* fa riferimento al procedimento utilizzato per determinare il prezzo adeguato nel trasferimento della proprietà di beni o servizi avvenuto attraverso operazioni infra-gruppo con società residenti in paesi a fiscalità diversa.²⁸ La disciplina nazionale sui prezzi di trasferimento è contenuta nell'art. 110 co 7 e nell'art. 9 del TUIR.

❖ L'art. 110, co 7 del TUIR regola la **disciplina dei prezzi di trasferimento**.

co 7 - I componenti del reddito derivanti da operazioni con società non residenti nel territorio dello Stato, che direttamente o indirettamente controllano l'impresa, ne sono controllate o sono controllate dalla stessa società che controlla l'impresa, sono valutati in base al valore normale dei beni ceduti, dei servizi prestati e dei beni e servizi ricevuti, determinato a norma del comma 2, se ne deriva aumento del reddito; la stessa

²⁶ LIACE, G., 2016. *Le operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 392. Giuffrè Editore, Milano, p.1-72, in particolare sulla produzione di documenti informativi in relazione alla rilevanza dell'operazione posta in essere.

²⁷ MICHIELI, N., 2016. *La gestione del conflitto di interessi nelle operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 391. Giuffrè Editore, Milano, p. 217-257. L'autore sostiene che la possibilità concessa ai soci di minoranza di agire contro i soggetti che abbiano causato loro un danno non compensato da un vantaggio di gruppo ex art. 2497 C.C., debba essere concessa anche nei confronti degli amministratori indipendenti.

²⁸ Si utilizza l'espressione "*transfer pricing domestico*" per le operazioni che avvengono tra società operanti in Italia e che possono dar luogo a fenomeni di elusione fiscale se non avvengono al valore normale di mercato previsto dall'art. 9 del TUIR (vedi *infra*). Tale principio costituisce una vera e propria clausola antielusiva non solo nei rapporti internazionali di controllo, ma anche in analoghi rapporti di diritto interno. MARVULLI, E., 2015. "*Transfer pricing interno: sospetto, se non al normale valore di mercato*", disponibile su *fiscooggi.it*. L'impostazione presenta da sempre profili di problematicità, in quanto inizialmente la Corte di Cassazione affermava l'impossibilità di applicare l'istituto anche nei rapporti esclusivamente nazionali (Cass. n. 23551/2012). L'orientamento sembra, invero, essere stato superato dalle sentenze più recenti, nelle quali si afferma che il criterio del valore normale di cui all'art. 9 del TUIR sarebbe un principio di carattere generale di cui il contribuente dovrebbe sempre tenere conto nel considerare i propri proventi (Cass. n. 17955/2013).

disposizione si applica anche se ne deriva una diminuzione del reddito, ma soltanto in esecuzione degli accordi conclusi con le autorità competenti degli Stati esteri a seguito delle speciali "procedure amichevoli" previste dalle convenzioni internazionali contro le doppie imposizioni sui redditi. La presente disposizione si applica anche per i beni ceduti e i servizi prestati da società non residenti nel territorio dello Stato per conto delle quali l'impresa esplica attività di vendita e collocamento di materie prime o merci o di fabbricazione o lavorazione di prodotti.

Il comma 2 rimanda all'art. 9 per la determinazione del valore normale di beni e servizi.

❖ L'art. 9, co 3 del TUIR regola la determinazione del **valore normale di beni e servizi**.

co 3 - Per valore normale, salvo quanto stabilito nel comma 4 per i beni ivi considerati, si intende il prezzo o corrispettivo mediamente praticato per i beni e i servizi della stessa specie o similari, in condizioni di libera concorrenza e al medesimo stadio di commercializzazione, nel tempo e nel luogo in cui i beni o servizi sono stati acquisiti o prestati, e, in mancanza, nel tempo e nel luogo più prossimi. Per la determinazione del valore normale si fa riferimento, in quanto possibile, ai listini o alle tariffe del soggetto che ha fornito i beni o i servizi e, in mancanza, alle mercuriali e ai listini delle camere di commercio e alle tariffe professionali, tenendo conto degli sconti d'uso. Per i beni e i servizi soggetti a disciplina dei prezzi si fa riferimento ai provvedimenti in vigore.

Ai sensi dell'art. 110, co 7, la disciplina si applica alle operazioni commerciali tra un'impresa residente e una non residente (vedi nota 27 sul *transfer pricing domestico*), che direttamente o indirettamente controllano l'impresa italiana, ne sono controllate, sono controllate dalla stessa controllante dell'impresa italiana. Per quanto riguarda il presupposto oggettivo, secondo il principio della libera concorrenza (cd. *arm's length principle*) ex art. 9, co 3 TUIR, «il prezzo pattuito nelle transazioni commerciali tra imprese associate deve corrispondere al prezzo che sarebbe stato convenuto tra imprese indipendenti per transazioni identiche o analoghe sul libero mercato, da identificarsi nel valore normale dei beni o servizi trasferiti».²⁹

La disciplina è regolata dalla normativa fiscale per evitare che i gruppi di società possano utilizzare un sistema di pianificazione, tale per cui concentrare l'imponibile sugli enti residenti in paesi a fiscalità privilegiata. L'art. 26 del D.L. n. 78 del 31 maggio 2010, prevede che, al fine di non essere soggetti a procedure di accertamento invasive da parte dell'Agenzia, vi sia la

²⁹ Sulla definizione del principio di libera concorrenza, VALENTE, P., 2009. *Manuale del transfer pricing*. Ed. 1, IPSOA Gruppo Wolters Kluwer, p. 183; Cfr. OCSE, *Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations*, Parigi, 2000.

possibilità di fornire documentazione completa relativamente alle suddette operazioni.

Si tratta di una possibilità concessa al contribuente, non di un obbligo, come è invece previsto dalla *Transfer Pricing Guidelines* OCSE del 2000.³⁰ Secondo quanto previsto dagli OCSE, una documentazione completa prevede: la descrizione delle transazioni comparabili, la descrizione dell'attività economica svolta, la descrizione della struttura organizzativa del gruppo, la descrizione dei rapporti di proprietà e di controllo all'interno del gruppo, le indicazioni dell'ammontare del fatturato e dei conseguenti impatti economici degli anni precedenti la transazione, la descrizione e motivazione delle metodologie utilizzate per la determinazione dei prezzi di trasferimento, l'indicazione di eventuali particolari circostanze che potrebbero influire sulla determinazione dell' *arm's length principle*, la descrizione delle condizioni commerciali del gruppo, la descrizione delle diverse funzioni aziendali e dei rischi assunti dalle imprese associate coinvolte nelle transazioni infragruppo, la descrizione dei flussi finanziari all'interno del gruppo, la descrizione dei processi di negoziazione posti in essere per determinare ovvero correggere i prezzi nelle transazioni infragruppo.³¹

L'asimmetria tra la disciplina OCSE e la normativa nazionale è stata quindi definitivamente superata con l'emanazione del D.L. 78/2010, il quale prevede appunto la medesima possibilità. Essendo poi a tutti gli effetti operazioni con parti correlate, l'art. 2427 co 1 n. 22 bis C.C. e il principio IAS 24, già richiedevano espressamente che venissero fornite informazioni in nota integrativa (vedi *supra*).³²

Oltre al complesso rapporto con la fiscalità, la materia è suscettibile di produrre effetti anche sul piano civilistico in tema di responsabilità per attività di direzione e coordinamento ex art.

³⁰ «La legge italiana non prevede alcun obbligo di documentazione nelle operazioni soggette alla disciplina del *transfer price*. Tuttavia con l'art. 26 del d.l. n. 78 del 31 maggio 2010, l'ordinamento italiano ha iniziato a incentivare esplicitamente il citato supporto documentale, premiando i contribuenti che ne fanno, che comunicano all'Agenzia delle Entrate il possesso della documentazione, e che mostrano quest'ultima ai verificatori a loro richiesta con la non applicazione di sanzioni amministrative per infedele dichiarazione quando vengono "accertati" di maggiori imposte o differenze di credito (co. 2-ter, art. 1, d.lgs. 471/97 come introdotto dall'art. 26, d.l. 78/2010). Un secondo incentivo importante alla preparazione della documentazione viene dal provvedimento n. prot. 2010/137654 del 29.09.2010 del direttore dell'Agenzia delle Entrate che individua come contribuenti a minor rischio di evasione, e perciò suscettibili di minori controlli, coloro che documentano e comunicano di avere documentato i prezzi», MUSSELLI, A., MUSSELLI, A.C., 2011. *Transfer pricing*. Gruppo 24 ore, Milano, p. 525 ss.

³¹ La disciplina OCSE prevede diversi metodi da utilizzare per determinare il prezzo più adeguato. Questi si suddividono nei metodi tradizionali (*comparable uncontrolled price method, resale price method, cost plus method*) e quelli metodi reddituali (*profit split method, transactional net margin method*). Per una disamina specifica si rimanda alla relativa dottrina, non formando oggetto della presente trattazione.

³² VALENTE, P., *Transfer pricing: obblighi di documentazione per i gruppi italiani ed esteri in Fiscalità e Commercio Internazionale* n. 1/2011.

2497 C.C. (vedi *supra*). Un aspetto critico riguarda proprio le operazioni di *transfer pricing*, ovvero quando il prezzo praticato da una società non corrisponda a quello che normalmente verrebbe praticato nel libero mercato; in tal caso gli azionisti di minoranza potrebbero instaurare un'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori. In tal senso e, a tutela dei suddetti soggetti, depongono le norme 2497-bis ss C.C.³³ e, come già detto, l'obbligo informativo ex art. 2427 co 1 n. 22 bis C.C..³⁴

Nel prossimo capitolo verrà applicata la logica di gruppo nella gestione della liquidità intersocietaria con la descrizione dei relativi strumenti. Sul piano civilistico si forniranno esemplificazioni del conflitto di interessi che può venirsi a creare nella gestione di tali accordi, con possibile azione di responsabilità verso colui che esercita attività di direzione e controllo.

³³ 2497-bis C.C. ☞ obbligo di pubblicità della società o dell'ente alla cui attività di direzione e coordinamento è soggetta la società controllata;

2497-ter C.C. ☞ l'obbligo di motivazione in merito alle decisioni della controllata quando influenzate dalla capogruppo;

2497-quater C.C. ☞ possibilità di recesso del socio di una società di capitali soggetta ad attività di direzione e coordinamento;

2497-quinquies C.C. ☞ postergazione dei finanziamenti effettuati a favore della società da parte della capogruppo.

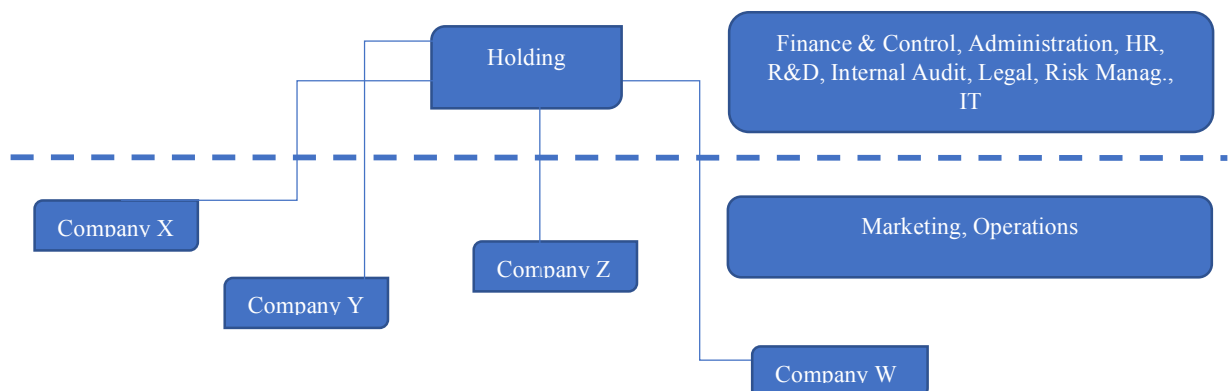
³⁴ VALENTE, P., 2009. *Manuale del transfer pricing*. Ed. 1, IPSOA Gruppo Wolters Kluwer, p. 206 ss, nuovamente sui principi civilistici in materia di *transfer pricing*.

Capitolo 2

L'ACCENTRAMENTO DELLA FUNZIONE TESORERIA

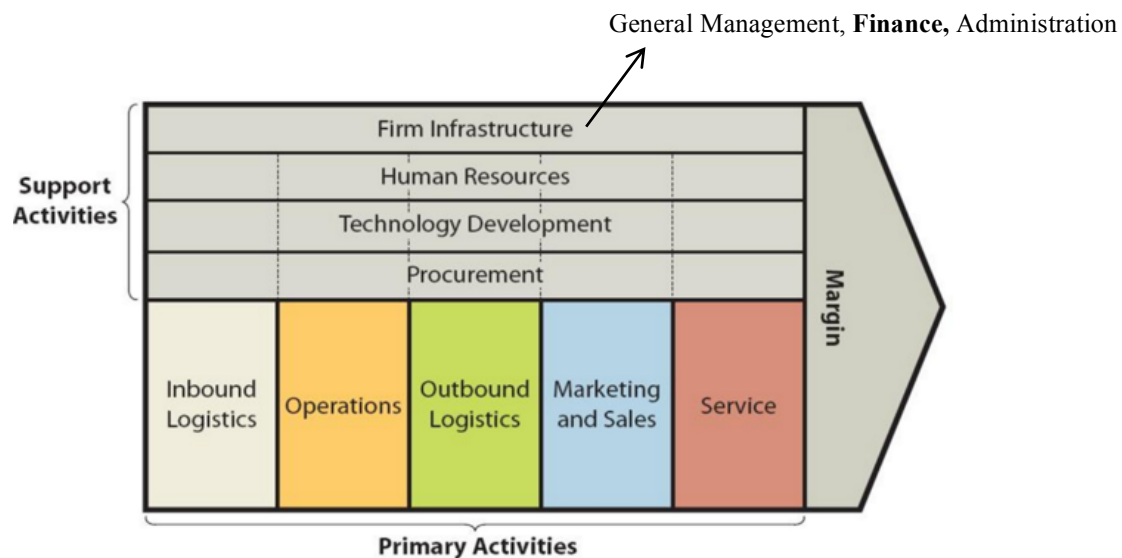
SOMMARIO – 2.1. La funzione tesoreria – 2.1.1. Il tesoriere 2.0 secondo AITI – 2.2. La gestione centralizzata della finanza di gruppo – 2.2.1. *Cash pooling* – 2.2.2. I finanziamenti infragruppo – 2.2.3. *Transfer pricing* e il valore normale degli interessi – 2.3. Responsabilità della holding sulla gestione della finanza di gruppo – 2.3.1 Il finanziamento infragruppo nelle procedure concorsuali – 2.3.2. I rimedi contrattuali e di *governance*

Al fine di sfruttare al meglio le sinergie e i vantaggi offerti dal gruppo ci sono diverse possibilità di integrazione e accentramento per le singole società. Intere funzioni possono essere accorpate e gestite in maniera unitaria dal vertice o da altra società presso cui si vuole accentrare la relativa gestione. Nel seguente organigramma viene rappresentata una tipica struttura di gruppo nella quale vengono accentrate le funzioni relative ad attività ad alto tasso di standardizzazione (Finance & Control, Administration, HR, Internal Audit, Legal, Risk Management, IT), demandando alle singole società le attività maggiormente operative (Marketing, Operations).³⁵



³⁵ DACCO', A., 2002. *L'accentramento della tesoreria nei gruppi di società*. Giuffrè Editore, Milano, p.7 ss, secondo cui «Il modello è orientato alla eliminazione delle duplicazioni di funzioni e mira al conseguimento di economie di costo», mostrando i suoi limiti soprattutto nei gruppi di grandi dimensioni con l'aumentare della complessità. Tuttavia mentre la struttura organizzativa in tali casi tende al decentramento (come nelle strutture divisionalizzate), per alcuni funzioni ci si muove in senso opposto grazie ai molteplici benefici che ne derivano.

Sicuramente la funzione Finanza e Controllo, ovvero la gestione dei flussi finanziari attivi e passivi e la contabilizzazione degli stessi, è una delle prime aree oggetto di tale integrazione. Questo avviene poiché si tratta di una funzione che si relaziona continuamente con l'esterno e l'interno dell'azienda, fungendo da collegamento trasversale ai diversi reparti. Secondo il modello della *value chain* di Michael Porter, la funzione finanziaria costituisce un'attività di supporto rispetto alle altre attività primarie, ovvero le attività produttive in senso stretto.³⁶



Oggi è considerata un'area responsabile della generazione di valore e della misurazione dello stesso. Crea valore attraverso scelte che riguardano il reperimento e l'impiego dei capitali, la loro remunerazione e il loro smobilizzo tanto nella gestione ordinaria che in quella straordinaria. Allo stesso tempo misura il valore complessivo generato dall'azienda sia ai fini interni, mediante l'utilizzo di *management information system*, sia esterni amministrativi e informativi con la redazione del bilancio e dei *financial reports* (ad esempio *investor relations*).

E' quindi evidente come tale funzione incida in modo determinante sui risultati economico-finanziari e sull'equilibrio patrimoniale dell'azienda. Un'efficiente ed efficace gestione finanziaria pone le basi, infatti, per una *performance* adeguata rispetto alle potenzialità insite

³⁶ La catena del valore di Porter (1985) classifica le attività dell'impresa seguendo un percorso sequenziale, distinguendo tra attività primarie, quelle che riguardano i processi di trasformazione degli input, e di supporto, ovvero che non contribuiscono direttamente alla creazione dell'output, ma si rendono necessarie per la sua realizzazione. All'interno di queste macro attività, vi si possono poi trovare altre più specifiche riferite ad una determinata funzione. Lo scopo delle aziende è quello di riuscire ad estrarre il maggior valore da tutte le attività, allo scopo di raggiungere un certo vantaggio competitivo sui *competitors*. GRANT, R., M., JORDAN, J., 2013. *Fondamenti di strategia*. Il Mulino, Bologna, p. 97 ss.

nelle altre attività aziendali, permettendone la manifestazione e la conseguente creazione di valore. All'interno dell'area Finance sono poi distinguibili ulteriormente altre sub-funzioni³⁷, le cui principali sono:

- 1) Tesoreria e *capital markets* → reperisce e impiega i fondi nelle varie forme (debito, capitale ecc.) attingendoli o allocandoli presso le diverse controparti (banche, azionisti ecc.) alle migliori condizioni e minimizzando i rischi connessi al denaro (rischi di tasso, di cambio ecc.);
- 2) Pianificazione e controllo → predisporre i piani finanziari a breve e a medio-lungo termine e ne monitora i risultati (*budgeting*);
- 3) *Operations* e *cash management* → migliora la gestione di incassi e pagamenti a supporto delle funzioni commerciali (acquisti e vendite);
- 4) *Accounting* → gestisce la contabilizzazione delle partite aziendali e il trasferimento a fine anno nel bilancio di chiusura e nei relativi conti,
- 5) Area fiscale → si occupa della pianificazione fiscale all'interno dell'azienda e dei relativi oneri.

Nelle imprese di maggiore dimensioni, dal punto di vista organizzativo, la responsabilità complessiva della funzione è in capo al *chief financial officer* (CFO) che assieme al responsabile amministrativo, *chief executive officer* (CEO), riveste uno dei ruoli di maggiore importanza nell'assetto gestionale dell'azienda.

Di seguito verrà analizzata la sub-funzione *Treasury*, le cui attività svolgono un ruolo fondamentale nel coordinamento finanziario del gruppo, soprattutto ove accentrate.

³⁷ Si tratta di funzioni per le quali è difficile tracciare una linea di completa separazione, in quanto non vi sono confini netti e si tratta di aree in continua relazione fra loro.

2.1. La funzione tesoreria

La tesoreria ha la responsabilità di monitorare e gestire i flussi di cassa coerentemente con le caratteristiche dell'attività aziendale. Operativamente si occupa delle attività di finanza che incidono sulla gestione ordinaria e di breve periodo dei flussi finanziari. «Il tesoriere, in altre parole, rappresenta a tutti gli effetti il presidio per la gestione del capitale circolante dell'azienda e per un soddisfacente andamento dei rapporti con il mercato monetario e creditizio».³⁸

L'attenzione per questo processo critico cresce in misura proporzionale all'aumento della complessità aziendale e del settore di riferimento. L'affermarsi della *network economy* e dell'ICT, assieme all'internazionalizzazione su scala globale delle imprese e ai regolamenti europei finalizzati alla formazione di un mercato unico dei pagamenti (SEPA³⁹), ha conferito maggior rilievo alla figura del tesoriere.

Il *treasurer* influisce direttamente sui risultati aziendali fornendo un contributo diretto alla formazione dell'utile, alla generazione di cassa e alla gestione del capitale investito. Per questi motivi assume un ruolo specifico nella creazione di valore per l'impresa, di supporto rispetto al *core business*. Frequentemente è definita una *Treasury Policy*, ovvero un documento contenente gli obiettivi, i ruoli, i processi e le norme di sicurezza che costituiscono la base su cui si organizzano le attività della funzione. Tra queste, tre rivestono particolare importanza:

- **la gestione del sistema di tesoreria e *cash management* del gruppo** ovvero l'insieme delle tecniche utilizzate per l'ottimizzazione dei flussi di cassa, dalle decisioni in merito agli strumenti di incasso e pagamento o alla minimizzazione degli oneri bancari fino a quelle relative alle configurazioni di accentramento o autonomia della funzione stessa (vedi *infra*);
- **la gestione del *deficit* e *surplus* di cassa (finanziamenti e investimenti)** attraverso il reperimento delle migliori fonti di copertura in termini di prezzo e flessibilità di utilizzo,

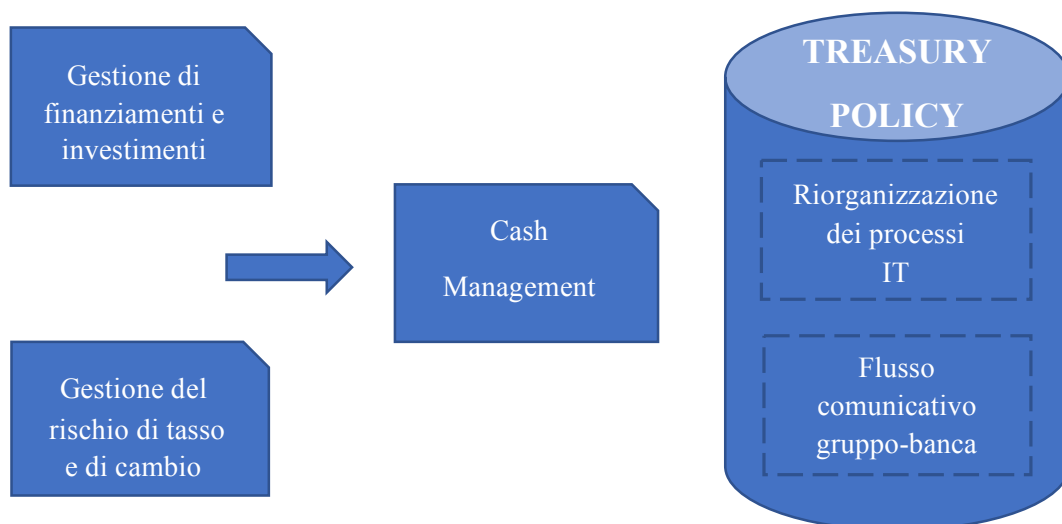
³⁸ DALLA RIVA, S. A., 2008. *Cash pooling, il governo centrale della liquidità nei gruppi societari*. Il Sole 24 ORE Spa, Milano, p. 6.

³⁹ «La SEPA ovvero la *Single Euro Payments Area* (Area Unica dei Pagamenti in Euro) è l'area in cui i cittadini, le imprese, le pubbliche amministrazioni e gli altri operatori economici possono effettuare e ricevere pagamenti in euro, sia all'interno dei confini nazionali che fra i paesi che ne fanno parte, secondo condizioni di base, diritti ed obblighi uniformi, indipendentemente dalla loro ubicazione all'interno della SEPA. Lo scopo della SEPA è quello di creare un mercato dei pagamenti armonizzato che offra degli strumenti di pagamento comuni (bonifici, addebiti diretti e carte di pagamento), che possono essere utilizzati con la stessa facilità e sicurezza su cui si può contare nel proprio contesto nazionale.» Definizione SEPA, disponibile su sepaitalia.eu.

rispondendo al *trade-off* tra il ricorso ai servizi finanziari bancari e quelli *intercompany* (vedi *infra*), e mediante investimenti con il più alto grado di reversibilità e nei termini più funzionali;

- **la gestione dei rischi finanziari** come il rischio di tasso e di cambio associati alla quantità di divisa gestita e ai tempi di fabbisogno e disponibilità della stessa assieme alle continue oscillazioni dei cambi.

Trasversalmente l'area si occupa poi di riorganizzare i ruoli e i processi di tesoreria fornendo supporto alla selezione dei sistemi informativi per la gestione della liquidità e la connessione con le banche al fine di integrazione con gli altri sistemi informativi aziendali.



Per condividere competenze, esperienze e conoscenze il 21 febbraio 1992, è nata AITI, L'Associazione Italiana Tesorieri d'Impresa. Fondata inizialmente da 24 manager, l'Associazione conta oggi più di 400 iscritti che si propongono di condividere problematiche di carattere finanziario a livello tecnico-operativo. Lo scopo di AITI oggi è quello di consolidare una figura aziendale, presidio di una funzione in grado di conferire valore aggiunto alla gestione d'impresa. Numerose sono le relazioni istituzionali con altre associazioni professionali e le occasioni di formazione e aggiornamento sui temi della Financial Supply Chain, del Working Capital, del Risk Management, del Controllo di Gestione e della Tesoreria aziendale in senso

stretto.⁴⁰

2.1.1. La tesoreria 2.0 secondo AITI

«Il tesoriere 2.0 è il manager che può fornire nuove opportunità per la crescita del business aziendale, con particolare attenzione ai rischi e al sostenimento finanziario dei piani strategici di ampliamento. Coinvolto nella gestione del circolante, con obiettivi di riduzione del *working capital*, interviene nell'analisi del merito creditizio e nella pianificazione della produzione. Coordina e presiede il processo dei pagamenti, indirizzando il *procurement process* e seguendo le relazioni di filiera».⁴¹ Questo il tema approfondito durante la VII edizione del *Treasury Finance Forum Day*, organizzato dai AITI, il 16 settembre 2016.

Qualsiasi flusso economico ha un risvolto finanziario in azienda. La tesoreria ha la possibilità di fornire un valore aggiunto importante nell'ottimizzazione dei processi aziendali, attraverso la gestione della *Global Financial Value Chain*. Essendo la cassa al servizio del *business* aziendale, la misurazione e il controllo di questa garantisce un miglior efficientamento dell'intero processo produttivo o di fornitura del servizio.

La tesoreria operativa, originariamente definita come centro di costo, nella moderna concezione aziendale assume il ruolo di centro di servizio o addirittura di centro di profitto a valore aggiunto.⁴² “*Cash is king*”, ottimizzazione del capitale circolante e *cash management* sono

⁴⁰ Gli obiettivi, i servizi e le Commissioni di AITI sono disponibili al sito ufficiale *aiti.it*.

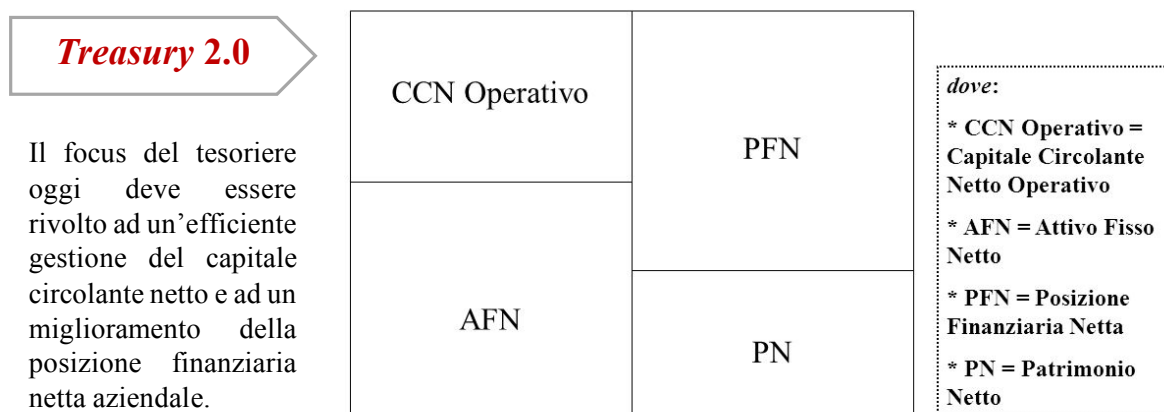
⁴¹ CURTI, A., *Treasurer Montenegro srl. Tesoriere 2.0: migliorare la cassa, tra rischi e performance*, VII *Treasury Finance Forum Day*, 16-09-2016, organizzato da IPSOA, gruppo Wolters Kluwer.

⁴² DACCO', A., 2002. *L'accentramento della tesoreria nei gruppi di società*. Giuffrè Editore, Milano, p. 25 in cui l'autrice stabilisce che «una delle scelte di fondo più importanti relative alla gestione della tesoreria [...] riguarda la sua impostazione come centro di profitto o centro di costo o di servizi. La prima consiste in una unità che ha come unico obiettivo quello di fornire i servizi finanziari, strettamente legati ai bisogni dell'azienda, ad un costo contenuto. Centro di profitto è definita invece la tesoreria che, oltre a fornire i servizi finanziari necessari all'azienda, si prefigge come obiettivo quello di generare profitti aggiuntivi [...] che vanno al di là dei bisogni operativi. L'alternativa ai due modelli estremi è fornita dal centro di servizio a valore aggiunto, nel quale gli operatori godono di un margine di discrezionalità in relazione al momento di copertura delle esposizioni reddituali e al tipo di strumenti da utilizzare». La realtà delle imprese è sempre andata nella direzione del modello di centro di costo o centro di servizio a valore aggiunto, tendenza dovuta ad una certa avversione per le attività finanziarie speculative al fine di non aumentare i rischi finanziari già presenti all'interno dell'attività commerciale dell'azienda. Se è vero che ad un elevato rischio può corrispondere un elevato rendimento, non vi è alcuna garanzia che l'operazione abbia l'esito sperato. Tale impostazione risulta, però, essere messa da parte nell'ambiente economico moderno, in cui molti *treasurers* vengono spinti alla riorganizzazione dei processi di tesoreria con

principi che ormai orientano la visione della tesoreria anche nelle piccole e medie imprese, considerando essa stessa un partner nella crescita aziendale.

Crescere a livello aziendale significa spostare il focus da approvvigionamento delle materie prime a gestione dei flussi passivi, da fatturazione ad incasso del fatturato, da relazione con i fornitori/clienti e istituti bancari a gestione del rischio controparte.⁴³ I compiti del tesoriere sono concretamente rivolti ad un'efficiente gestione della pianificazione produttiva oltre che finanziaria, la quale comprende: un'efficace gestione delle scorte di magazzino, un'influenza positiva su prezzi, qualità e consegne nella negoziazione dei contratti con i fornitori, il presidio dei processi di pagamento attraverso un aumento delle dilazioni e quindi garantendo una migliore gestione del ciclo monetario aziendale.

La valutazione di un'azienda viene fatta non solo sulla base della sua capacità di generare reddito, ma ancor di più sulla sua capacità di generare cassa. L'attenzione del tesoriere è oggi rivolta tanto all'ottimizzazione della posizione finanziaria quanto ad un'efficiente gestione del capitale circolante netto.



Per essere tempestivi e più autonomi nella gestione della finanza aziendale, il tesoriere deve essere poi il primo promotore di una *policy* di tesoreria che dovrà essere condivisa tra le diverse funzioni. Molto raramente si trova poi un documento che potrebbe conferire un maggiore valore

l'obiettivo di estrarre profitto da un'area ritenuta in origine unicamente "di supporto". Sul punto anche VALENTE, P., 2015. *Finanziamenti infragruppo, modelli di centralizzazione e problematiche connesse al transfer pricing*. Disponibile su strumentifinanziariefiscalità.egeaonline.it.

⁴³ MASINELLI, F., Vice presidente AITI. *Tesoreria, partner nella crescita aziendale*, VII *Treasury Finance Forum Day*, 16-09-2016, organizzato da IPSOA, gruppo Wolters Kluwer.

aggiunto contenente le *procedures* di tesoreria. Tale documento dovrebbe esprimere quali siano le aree coinvolte nelle criticità e nell'interazione tra le diverse aree aziendali: rapporti con i clienti, rapporti con i fornitori, gestione delle garanzie bancarie, relazione con gli istituti bancari, metodi di gestione della liquidità, metodi di gestione dell'indebitamento e coinvolgimento della finanza nella contrattualistica.⁴⁴ Utilizzando procedure di tesoreria formalizzate a livello aziendale si riesce a mettere a conoscenza anche le aree più commerciali degli obiettivi condivisi dall'impresa sull'ottimizzazione del *cash flow*, finendo così per influenzare positivamente i processi produttivi. Anche il rapporto banca-impresa beneficerebbe di una procedura architettata e condivisa a livello aziendale, poiché ne aumenterebbe l'affidabilità attraverso maggiore chiarezza e sicurezza nelle operazioni finanziarie.

2.2. La gestione centralizzata della finanza di gruppo

Come abbiamo detto le attività di tesoreria sono caratterizzate da procedure di processo a supporto di ogni singola funzione. Per questo motivo e per la crescente importanza nello sfruttamento delle sinergie a livello di gruppo, si può optare per la gestione centralizzata della liquidità. Vi sono diversi gradi di accentramento a seconda della disponibilità delle consociate nel limitare la propria autonomia rimandandone la gestione alla capogruppo. Le principali decisioni da prendere sono quelle relative a quali processi di finanza accentrare, quali business e con quali modalità. Maggiori saranno le interazioni e i cicli finanziari tra le società, maggiori saranno i vantaggi e la convenienza nell'adottare un sistema simile.

Vengono quindi sottoscritti contratti di servizio infragruppo, nei quali si decide il grado di coordinamento e integrazione fra le diverse società del gruppo. Di seguito vengono indicate le tipologie utilizzate, dal grado minore di accentramento a quello più elevato, all'interno delle quali vi sono poi ulteriori e diverse applicazioni tecniche⁴⁵:

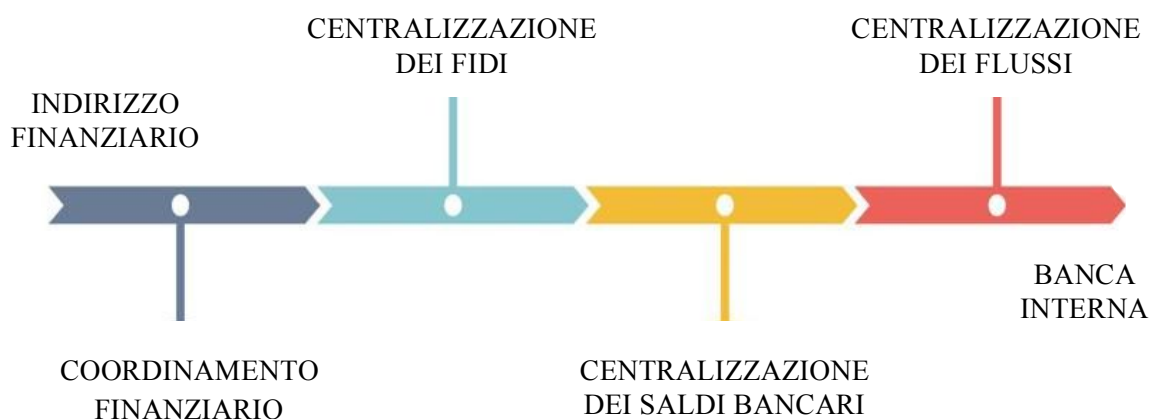
⁴⁴ MASINELLI, F., Vice presidente AITI. *Cash management in azienda: i vantaggi della procedura di tesoreria*, VII *Treasury Finance Forum Day*, 16-09-2016, organizzato da IPSOA, gruppo Wolters Kluwer.

⁴⁵ VALENTE, P., 2009. *Manuale del transfer pricing*. Ed. 1, IPSOA Gruppo Wolters Kluwer, p. 1289-1300, in cui vengono considerati alcuni sistemi adottati dai gruppi multinazionali che operano in diverse valute di conto. Per esempio il centro di rifatturazione permette alle società di emettere fatture nella propria valuta di conto all'unità centrale, che provvederà alla rifatturazione verso i clienti esteri e nelle loro valute. Lo *shared service center* (SSC) è, invece, un'unità operativa autonoma che fornisce alle società del gruppo il servizio di tesoreria operativa

- Indirizzo finanziario → si stabiliscono solo le linee guida a livello di gruppo con vincoli e obiettivi;
- Coordinamento finanziario → vengono accentrate le decisioni su *hedging*, indebitamento, struttura patrimoniale e viene gestito l'indebitamento attraverso operazioni *intercompany*;
- Centralizzazione dei fidi → si accentrano tutte le decisioni relative alla scelta delle controparti, ai limiti di fido complessivi e alle condizioni bancarie e, come nel coordinamento finanziario, l'indebitamento viene gestito attraverso operazioni *intercompany*;
- Centralizzazione dei saldi bancari → la gestione dei flussi è svolta dalla tesoreria centrale attraverso un sistema di *cash pooling*, che permette alle società di rimanere intestatarie dei propri conti;
- Centralizzazione dei flussi di incasso e pagamento → non è necessario un sistema di *cash pooling* in quanto le società operative hanno solo un c/c *intercompany*, nel quale tutti gli incassi e pagamenti sono svolti dalla tesoreria central;⁴⁶
- Banca interna → massimo grado di accentramento possibile solo nei grandi gruppi, in cui la tesoreria funziona a tutti gli effetti come una *in house bank*.

(incassi, pagamenti, riconciliazioni, compensazioni *intercompany* ecc). Oltre a queste, vi sono poi operazioni di *netting* o *intercompany factoring* per ridurre il rischio di cambio attraverso compensazioni o cessioni di crediti con un'unità operativa del gruppo che funge da centro di tesoreria.

⁴⁶ ASSONIME, Circolare n. 29/2011. *La disciplina in materia di servizi di pagamento: l'impatto sull'operatività delle società e dei gruppi di natura non finanziaria*. Il decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 11 ha attuato nel nostro ordinamento la direttiva comunitaria 2007/64/CE relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno. Questa nuova disciplina presenta un impatto operativo di un certo rilievo anche sui gruppi di natura non finanziaria, in particolare in merito all'attività di *cash pooling* e all'attività di utilizzazione di strumenti di pagamento a spendibilità limitata. L'attività di *cash pooling* e, più in generale, le attività di pagamento di soggetti terzi o di incasso da parte di soggetti terzi, poste in essere da una società del gruppo per conto di altre società del gruppo, possono essere da queste liberamente esercitate senza assumere la veste di istituto di pagamento, a patto che per la movimentazione dei pagamenti ci si avvalga di un soggetto autorizzato alla prestazione di servizi di pagamento. Tale conclusione trova applicazione in tutte quelle situazioni nelle quali siamo in presenza di un gruppo di natura partecipativa che svolge un'attività economica unitaria. Restano escluse invece quelle situazioni in cui i legami tra chi presta il servizio di *cash pooling* e il soggetto al quale il servizio è prestato non sono di natura partecipativa ma di natura contrattuale e comunque quelle situazioni in cui il legame tra i soggetti è meramente funzionale all'esercizio dell'attività di tesoreria.



In caso di accentramento della tesoreria la formalizzazione delle procedure e il controllo della situazione finanziaria del gruppo riveste sempre più importanza, divenendo la pianificazione finanziaria una variabile chiave della gestione *intercompany*. Questo anche al fine di evitare eventuali conflitti di interesse in termini di responsabilità con la capogruppo. Dopo aver analizzato in breve due delle possibili modalità⁴⁷ con cui viene realizzato l'accentramento dei flussi, *cash pooling* e finanziamenti *intercompany*, si concentrerà l'attenzione sulle manifestazioni patologiche della gestione del servizio di tesoreria.

2.2.1. *Cash pooling*

Come appena visto, vi possono essere situazioni di gestione finanziaria nelle quali si stabiliscono solamente le linee guida a livello di gruppo ad esempio accentrando le decisioni di indebitamento e struttura patrimoniale, ma mantenendo singoli conti bancari, o situazioni di totale integrazione in cui la liquidità viene gestita su un unico conto accentrato di tesoreria.

Il contratto di *cash pooling* permette di realizzare tale accentramento in modo semplice e immediato, permettendo alle società di continuare la normale operatività attraverso i propri c/c. Il *cash pooling*, che letteralmente significa “accentramento di liquidità”, rappresenta uno degli

⁴⁷ Si ricorda che sono moltissime le modalità con cui può essere configurato il servizio di tesoreria centralizzato (vedi nota 44).

strumenti più utilizzati per la gestione ottimale dei flussi finanziari. Consente una gestione centralizzata del fabbisogno finanziario di gruppo mediante il trasferimento a una società cosiddetta "tesoreria" (normalmente la società capogruppo o una società finanziaria) dei saldi attivi e passivi dei singoli c/c intestati alle diverse entità.⁴⁸ L'allocazione delle risorse monetarie delle società con maggiore liquidità a favore di altre consociate permette di ridurre i costi complessivi derivanti dall'accesso al credito.

Il contratto di *cash pooling* rientra nella categoria dei contratti di servizio infragruppo e può essere definito come un accordo stipulato autonomamente da tutte le consociate di un gruppo con una stessa società (la capogruppo o società *pooler*) che funge quale centro di tesoreria e ha per oggetto la gestione di un conto corrente accentrato (*pool*) sul quale vengono riversati i saldi dei conti correnti periferici di ciascuna consociata.

Il *pooler* provvede al fabbisogno finanziario delle varie consociate, gestisce i rapporti con il sistema bancario e garantisce la provvista dei fondi.

Qualificazione giuridica dell'istituto

Sebbene la dottrina, pressoché unanimemente, riconduca il contratto in esame a una particolare forma di conto corrente non bancario, parte della stessa non concorda con tale ricostruzione. Gli autori, che hanno evidenziato la natura diversa del *cash pooling* rispetto al c/c non bancario, inquadrano il contratto in questione tra i contratti ed misti o atipici (*ex art. 1322 C.C.*), come combinazione di elementi propri del contratto di conto corrente ed elementi propri del contratto di finanziamento.

Il codice civile, all'articolo 1823, definisce il conto corrente come "Il contratto con il quale le parti si obbligano ad annotare in un conto i crediti derivanti da reciproche rimesse, considerandoli inesigibili ed indisponibili fino alla chiusura del conto". Si tratta, quindi, di un contratto volto a consentire alle parti, che siano reciprocamente creditrici per taluni affari e debentrici per altri, di gestire i rispettivi crediti in modo unitario.

⁴⁸ FABRIS, P., 2004. *Il contratto di cash pooling* in *Contratti* p. 749

Il fondamento causale del contratto di *cash pooling* non è più, come nei semplici contratti di conto corrente non bancario, la gestione dei rapporti che potranno sorgere tra le parti in virtù di altri atti giuridici posti in essere (“crediti derivanti da reciproche rimesse”), ma è la gestione della tesoreria secondo modalità tali da compensare, sebbene temporaneamente, le carenze di liquidità di alcuni partecipanti con le disponibilità degli altri, al fine di evitare o ridurre il ricorso all'indebitamento bancario.

Nonostante non coincida perfettamente con il fondamento causale di un'operazione di finanziamento⁴⁹ appare innegabile che si verifichi ugualmente tale operazione a favore delle società del gruppo che vedrebbero coprire le loro passività di conto per effetto della gestione accentrata delle liquidità.⁵⁰ La qualificazione giuridica e il trattamento fiscale dipendono in primo luogo dalla tipologia di *cash pooling* utilizzata.

| Contratto di conto corrente | Contratto di finanziamento |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> - le somme depositate sul conto sono inesigibili sino alla chiusura del conto; - vengono effettuate rimesse reciproche; queste ultime potranno essere oggetto di una successiva compensazione; - i flussi monetari devono coprire le esigenze di liquidità delle consociate; solo al termine del periodo di riferimento saranno evidenziate e corrisposte le somme che risulteranno a credito o a debito per ogni singola società. | <ul style="list-style-type: none"> - la consegna di denaro viene effettuata da una parte a favore dell'altra; quest'ultima si assume l'obbligo di restituire alla scadenza quanto ricevuto in prestito; - non vengono effettuate rimesse reciproche; - non è prevista la compensazione. |

⁴⁹ L'art. 1813 C.C. individua il contratto di mutuo come “il contratto con il quale una parte consegna all'altra una determinata quantità di denaro o di altre cose fungibili e l'altra si obbliga a restituire altrettante cose della stessa specie e qualità”.

⁵⁰ TREVISAN, T. *Cash Pooling, aspetti civilistici e fiscali*. 12-01-2006, disponibile su fiscooggi.it.

Tipologie contrattuali

Una delle forme maggiormente sviluppata è il cosiddetto *Zero Balance Cash Pooling*, riconducibile alla macroclasse del *Target Balance Cash Pooling (Effective Cash Pooling)*, cui si contrappone quella del *Notional Cash Pooling*.

Lo *Zero Balance Cash Pooling* è strutturato a mezzo di un conto corrente di tesoreria in cui confluiscono le operazioni che vengono contabilizzate sui conti correnti accesi dalle società del gruppo. In questo caso si ha un reale passaggio di fondi che comporta l'accensione di un conto corrente di corrispondenza in cui vengono annotate le rimesse tra le varie società aderenti al contratto, in modo che il calcolo degli interessi, sia attivi che passivi, non avvenga sui singoli conti correnti, bensì su quello intestato alla *pooler*. Quest'ultima poi, dovrà procedere alla liquidazione effettiva degli interessi maturati, tramite il pagamento o la compensazione da effettuarsi sempre sul conto corrente di corrispondenza. In sintesi:

- a) Continuano ad esistere specifici c/c presso cui vengono fatti transitare tutti i pagamenti e gli incassi ricevuti⁵¹. Durante la giornata le risorse finanziarie presenti sui singoli c/c vengono utilizzate per le necessità della singola società in *pooling*;
- b) I singoli c/c sono periodicamente azzerati dall'istituto di credito delegato che farà confluire i saldi attivi o passivi sul *pool account*. Le singole società dovranno quindi evidenziare ciò segnando quale contropartita un debito o un credito verso la capogruppo intestataria del *pool account*;⁵²
- c) Nel caso in cui la società in *pooling* si trovi in situazione debitoria per necessità operative, la società *pooler* fornisce liquidità diminuendo o azzerando la propria posizione debitoria. Le risorse finanziarie sono disponibili su base continuativa entro i limiti della liquidità giornaliera prodotta da tutte le società partecipanti al *cash pooling*, determinando un miglioramento nella gestione finanziaria di ciascuna società del gruppo;

⁵¹ Al contrario del NCP, nel caso dello ZBS i conti delle singole società possono essere accesi presso istituti bancari diversi da quello che si occupa di gestire il *pool* sul conto del *pooler*.

⁵² L'OIC 14 che disciplina la rilevazione in bilancio delle disponibilità liquide ha previsto la classificazione delle suddette operazioni tra le "Attività finanziarie in bilancio che non costituiscono immobilizzazioni" per la natura della controparte. FORNACIARI, L. *OIC 14: classificazione dei crediti verso la società tesoriere di gruppo*. Disponibile su ipsoa.it, 15-06-2016. DE PADOVA, M. *Cash Pooling - Gli impatti amministrativi e contabili dell'accantonamento finanziario alla luce delle modifiche ai principi contabili OIC in corso di adozione*. Disponibile su bgp.it, 2017.

- d) Nel caso in cui anche la società *pooler* fosse in situazione debitoria, a causa del contestuale concorso della situazione di debito per necessità operativa di più società, le necessità finanziarie delle società facenti parte del *cash pooling* sarebbero assicurate da una linea di credito concessa dall'intermediario che gestisce il *pooling*;
- e) Gli interessi attivi e passivi maturati in capo a ognuna delle società partecipanti al pool andranno contabilizzati: la società *pooler* contabilizzerà le singole operazioni di addebitamento e/o accredito trasmettendo di periodo in periodo alle società aderenti un estratto conto;
- f) Alla scadenza contrattualmente prevista, il *pooler* effettuerà la liquidazione dei saldi attivi e/o passivi derivanti dai reciproci movimenti di liquidità, calcolando gli interessi maturati e compensando le partite reciproche.

Nel caso del *Target Balance* il funzionamento è il medesimo, ma viene mantenuto un deposito fisso nel conto della singola società, ovvero viene trasferita nel *pool account* solo la parte eccedente l'importo prestabilito. Se eventuali operazioni di pagamento riducono il deposito iniziale, la *pooler* provvederà a ristabilire la situazione di partenza.

Il *Notional Cash Pooling* si caratterizza invece per l'assenza di una reale movimentazione dei saldi fra i vari conti correnti (non vi è il trasferimento della proprietà dei fondi), portando a una riduzione delle procedure amministrative delle aziende coinvolte, ma ad una gestione decentrata della liquidità e organizzata dall'intermediario. In tal caso la compensazione è meramente virtuale, non fisica, in quanto avviene solamente per il calcolo degli interessi sul saldo netto dei conti bancari inclusi nel perimetro. La questione sulla fattibilità di tali operazioni in Italia è fortemente dibattuta, in quanto non sembrerebbe possibile che la banca compensi il saldo del conto di un soggetto giuridico con il saldo di un altro soggetto, solo al fine di determinarne gli interessi.⁵³ Nel mondo anglosassone è largamente diffusa in quanto per molti più efficiente e meno costosa dello ZBS poiché permette un accentramento dei saldi senza spostamento degli stessi e una migliore negoziazione dei tassi attivi e passivi da parte del gruppo.

Mentre quest'ultimo presenta aspetti riconducibili a tutti gli effetti al contratto di finanziamento,

⁵³ DALLA RIVA, S. A., 2008. *Cash pooling, il governo centrale della liquidità nei gruppi societari*. Il Sole 24 ORE Spa, Milano, p. 144 ss sugli ostacoli del *notional pooling* in Italia. Secondo l'autore, nonostante non vi siano norme civilistiche esplicitamente avverse a tale istituto, l'art. 89 TUIR sembrerebbe imporre alle banche il calcolo degli interessi sui singoli conti, in modo distinto sui saldi creditori e debitori.

il primo può essere assimilato ad un contratto di conto corrente *intercompany*. La scelta tra le due forme sopra descritte presenta risvolti differenti, quindi, anche per quanto concerne la possibile deducibilità degli interessi da un punto di vista fiscale.

Aspetti fiscali e cenni al *cash pooling* internazionale⁵⁴

Come confermato dall' Agenzia delle Entrate ripetutamente con le circolari n. 19/E del 21 aprile 2009, 11/E del 17 marzo 2005 e con la Risoluzione n. 58/E/2002, il contratto *Zero Balance* è classificabile tra quelli di conto corrente non bancario. La Risoluzione del 2002 qualifica il contratto ZBS come contratto di conto corrente non bancario in virtù del fatto che vi è una reciprocità delle rimesse e gli interessi sono calcolati giornalmente e registrati alla fine di ogni mese sull'ammontare di volta in volta a credito o a debito del cliente.

La Risoluzione n. 194/E/2003 qualifica invece il NCP come contratto di finanziamento indiretto alle società del gruppo, comportando l'applicazione delle limitazioni in tema di deducibilità degli interessi passivi.

L'art. 89 co 7 TUIR stabilisce che per i contratti di conto corrente e per le operazioni regolate nel conto, si considerano maturati anche gli interessi compensati a norma di legge o di contratto. Di conseguenza i relativi interessi attivi e passivi concorrono alla determinazione del reddito non per il saldo derivante dalla compensazione effettuata, ma per i relativi ammontari complessivi.⁵⁵

L'art. 96 TUIR prevede che gli interessi passivi siano deducibili fino a concorrenza degli interessi attivi, mentre l'eccedenza risulta deducibile nel limite del 30% del ROL.⁵⁶ I suddetti limiti alla deducibilità si applicano anche a quelli derivanti dalla partecipazione ad un accordo di *cash pooling* ZBS o NCP.⁵⁷

⁵⁴ PEVERELLI, M., FRANCIOSO, A. *Contratti di cash pooling: deducibilità degli interessi passivi e applicazione delle ritenute*. Fiscalità e Commercio Internazionale, n. 10/2011, gruppo Wolters Kluwer, Milano.

⁵⁵ Di nuovo sull'impossibilità del *notional pooling* in Italia.

⁵⁶ ROL = risultato operativo lordo della gestione caratteristica dato dalla differenza tra il valore e i costi della produzione (A-B) dell'art. 2425 C.C., con esclusione delle voci di cui al numero 10 lett a) e b) e de canoni di locazione finanziaria di beni strumentali come da conto economico.

⁵⁷ ASSONIME, Circolare n. 46/2009. *La disciplina fiscale di deducibilità degli interessi passivi dal reddito d'impresa*, secondo cui anche l'art. 96 TUIR deve essere applicato solamente al NCP stante la risoluzione 58/E/2002, la circolare 11/E/2005 e il silenzio della successiva circolare 19/E/2009 in merito all'applicazione dell'istituto allo ZBS.

Al contrario l'applicazione della *Thin capitalization rule*⁵⁸ ex art. 98 TUIR, abrogata dalla Legge 244/2007 (Legge Finanziaria 2008), regola che prevedeva l'indeducibilità degli interessi qualora la società risultasse sottocapitalizzata e fosse stato sottoscritto un finanziamento con apporto di capitale di credito da parte di soci qualificati, veniva considerata solo per il NCP.

Anche l'art. 97 TUIR (cd *pro-rata patrimoniale*), anch'esso abrogato dalla Finanziaria 2008, qualora la società possedesse partecipazioni il cui valore di libro eccedeva quello del patrimonio netto contabile alla fine del periodo d'imposta, veniva applicato ad entrambi i sistemi di *cash pooling*. In tal caso la limitazione della deducibilità riguardava la quota di interessi passivi che residuavano dopo l'applicazione della *Thin capitalization rule*.

La determinazione dell'ammontare degli interessi non può prescindere inoltre dalla normativa in materia di *transfer price* art. 110 TUIR, la quale prevede regole di indeducibilità assoluta qualora siano operazioni intercorse con paesi residenti in territori cd *Black List*.

Per quanto riguarda l'applicazione delle ritenute, è necessario distinguere tre casi:

- l'erogante e il percettore sono entrambi residenti in Italia → il soggetto erogante non dovrà operare alcuna ritenuta alla fonte, poiché si tratta di interessi che costituiranno componenti positivi di reddito che concorreranno a formare direttamente l'imponibile;
- l'erogante è residente all'estero e il percettore in Italia → gli interessi corrisposti alla società residente in Italia potranno essere assoggettati a una ritenuta alla fonte nel Paese estero, salvo Convenzioni previste contro le doppie imposizioni o la possibilità di riconoscere il credito d'imposta ex art. 165 TUIR;
- l'erogante è residente in Italia e il percettore all'estero → in tal caso l'art. 26, co 5 DPR 600/73 reca una norma di carattere generale in base alla quale i redditi da capitale corrisposti a non residenti sono assoggettati a ritenuta alla fonte a titolo d'imposta con

⁵⁸ “La *thin capitalization* o capitalizzazione sottile consiste nella sottocapitalizzazione di una società rispetto all'attività d'impresa esercitata e nel contestuale finanziamento della stessa con apporto di capitale di credito da parte dei soci qualificati. L'operazione si presta a trasformare dividendi in interessi passivi per la società partecipata e attivi per i soci qualificati; per questo motivo il legislatore fiscale ha ritenuto regolamentarla. Il vantaggio fiscale ottenibile da tale trasformazione di flussi reddituali consiste per la società partecipata, nell'imposta che la stessa risparmia grazie alla deducibilità dal suo reddito d'impresa degli interessi passivi corrisposti ai soci, rispetto alla diretta corresponsione di dividendi fiscalmente indeducibili; per i soci qualificati, nel minore o nullo ammontare dell'imposta che gli stessi assolvono sugli interessi attivi percepiti rispetto all'ammontare dell'imposta che avrebbero scontato sui dividendi.” Disponibile su *fiscoetasse.com*, disciplinata dall'art. 98 TUIR. In merito vedi MUSSELLI, A., MUSSELLI, A.C., 2011. *Transfer pricing*. Gruppo 24 ore, Milano, p. 121-123 sulla circolare n. 11/E/2005.

due aliquote, del 12,50% o del 27% qualora il soggetto estero risieda in paesi a fiscalità privilegiata. Due importanti esenzioni sono però stabilite dall'art. 26-bis e 26-quater dello stesso DPR. Il primo pone un'espressa limitazione ogni qualvolta gli stessi non diano luogo a prestiti di denaro, escludendone così l'applicazione nel caso di ZBS. L'articolo 26-quater esclude dall'applicazione gli interessi corrisposti a soggetti residenti nell'Unione Europea derivanti da prestiti, di conseguenza quando il percettore sarà un soggetto UE non si applicherà alcuna ritenuta.⁵⁹

Contrattualistica

Per quanto riguarda l'esecuzione del contratto, consideriamo un sistema di *Effective Cash Pooling (Zero Balance o Target Balance)*, in quanto risulta il sistema più utilizzato a livello nazionale. Analizzandone il meccanismo si devono affrontare i seguenti passaggi logici:

1. Le diverse società conferiscono mandato ad una consociata, solitamente la holding, affinché gestisca la tesoreria del gruppo;
2. La società mandataria stipula con un istituto di credito un contratto di *pool* in forza del quale viene alla stessa intestato un conto corrente in cui confluiranno tutti i movimenti che transitino per i conti correnti delle singole società;
3. Tra le società del gruppo e la mandataria vengono stipulati appositi contratti di conto corrente che giustifichino le singole posizioni debitorie e creditorie in forza del trasferimento dei saldi attivi o passivi dei singoli conti correnti su quello della *pooler*;
4. I movimenti dei singoli conti correnti intestati alle società del gruppo saranno riversati, nella frequenza predeterminata (giornaliera, settimanale o mensile), sullo specifico conto corrente, che può essere definito *pool account*, intestato alla società controllante. In caso vi sia una posizione debitoria da parte di una consociata, il saldo a debito verrà coperto dalla *pooler* utilizzando la liquidità esistente sui conti della stessa o la linea di credito concessa dalla banca.

La corretta gestione del *cash pooling* non può prescindere da un'esatta ed attenta

⁵⁹ In caso di ZBS si applicherà la ritenuta quando il soggetto percettore risiede in uno stato UE, mentre non si applicherà qualora risieda in uno stato estero ex art. 26-bis Dpr 600/73.

regolamentazione contrattuale dei rapporti interni al gruppo, in difetto della quale potrebbe rendersi dubbia la qualificazione giuridica degli stessi accordi e per l'effetto rendersi anche di difficile verifica la corresponsione degli interessi nella misura prefissata.⁶⁰ Il perfezionamento del contratto avviene in genere quando le parti aggiungono un accordo riguardo:

- Modalità e termini con cui i saldi dei conti correnti periferici delle consociate devono essere trasferiti al conto corrente accentrato;
- Modalità e termini entro i quali il *pooler* deve restituire la liquidità ricevuta sul conto accentrato di cui è titolare;
- L'ammontare dei tassi in base ai quali maturano gli interessi attivi e passivi sui crediti annotati nel conto comune e le modalità con cui gli interessi vengono corrisposti;
- L'eventuale commissione spettante al *pooler* per lo svolgimento dell'attività di tesoriere.

Le parti dovranno inoltre prevedere che le rimesse attive delle società non comportino un onere restitutorio fino ad una certa data, solo alla scadenza del contratto il *pooler* liquiderà i saldi derivanti dalle compensazioni delle reciproche rimesse e i relativi interessi. Inoltre il *pooler*, al fine di rendere possibile la puntuale ricostruzione delle operazioni realizzate, dovrà gestire un sistema di contabilità che consenta di identificare le singole rimesse, provvedere all'invio periodico degli estratti conti e determinare l'ammontare degli interessi da addebitare e accreditare alle società partecipanti al sistema. Per un'esemplificazione del contratto in questione, si veda l'allegato A "Cash Pooling Agreement".

Vantaggi e svantaggi

I vantaggi nell'adottare accordi di *cash pooling* sono pertanto:

- ✓ una strutturazione dei servizi di tesoreria più efficiente e flessibile,⁶¹

⁶⁰ VALENTE, P., 2009. *Manuale del transfer pricing*. Ed. 1, IPSOA Gruppo Wolters Kluwer, p. 1377-1384, dettagli circa le clausole inserite nel contratto.

⁶¹ KIM, K., A., KIM, S., H., 2015. *Global Corporate Finance, a focused approach*. Sec Ed., World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd, p. 248-253, sui vantaggi in termini di efficienza e flessibilità di un sistema di tesoreria accentrato nei gruppi multinazionali (cd MNC). «Centralized cash management has a number of advantages over decentralized cash management: 1. The central cash center can collect information more quickly and make better decisions on the relative strengths and weaknesses of various currencies [...]; 2. Funds held in a cash center can

- ✓ una migliore visibilità della situazione di liquidità del gruppo e della partecipazione delle consociate come società *source* (“fonte”);
- ✓ il pronto assolvimento del fabbisogno finanziario dei partecipanti;
- ✓ la riduzione ed il controllo del margine di indebitamento del gruppo nel suo complesso;
- ✓ migliori condizioni economiche relative alle linee di credito bancarie;
- ✓ un possibile decremento del carico fiscale;
- ✓ la standardizzazione e l’automaticità dei processi di trasferimento del denaro e di calcolo e contabilizzazione all’interno del sistema gestionale.

D’altra parte le problematiche da neutralizzare possono risiedere in:

- x un maggior rischio nell’usufruire di un unico conto corrente di appoggio;
- x una situazione di liquidità per l’operatività giornaliera delle singole società incerta e dipendente dal *pooling*;
- x maggiore complessità nella gestione dei movimenti di denaro che dovranno tenere in considerazione l’intera operatività del gruppo;
- x alti costi di implementazione per l’avvio del sistema;
- x una molteplicità di contratti infragruppo da gestire;
- x possibili conflitti di interesse tra la società *pooler* e le società *source*.

quickly be returned to a subsidiary with cash shortages by wire transfer or by providing a worldwide banking system with full collateral in hard currency. The central pool of funds eliminates the possibility that one subsidiary will borrow at higher rates while another holds surplus funds idle or invests them at lower rates; 3. By holding all precautionary balances in a central cash center, an MNC can reduce the total pool without any loss in the level of production. This is due to a synergistic effect which is said to exist when the whole is worth more than the mere sum of its parts».

2.2.2. I finanziamenti infragruppo e il valore normale degli interessi

I finanziamenti infragruppo risultano preferibili rispetto al sistema appena analizzato, qualora le società preferiscano mantenere l'autonomia dei propri conti e i rapporti diretti con gli istituti di credito. Inoltre tale strumento di trasferimento della liquidità può essere il solo consentito dalla normativa cui sono soggette alcune società e/o l'unico permesso dalle politiche aziendali interne. L'erogazione di prestiti infragruppo permette inoltre di massimizzare la liquidità nei gruppi ad azionariato diffuso ovvero dove sono presenti partecipazioni di minoranza e dove è importante mantenere la responsabilità dei diversi partecipanti sulle dinamiche finanziarie.

Dal punto di vista degli oneri, rispetto al *cash pooling* in cui il tasso viene deciso dall'intermediario, nei prestiti infragruppo sembrerebbe esservi più autonomia in quanto si tratta di un contratto sottoscritto solamente dalle due parti partecipanti all'accordo, la società creditrice e la società beneficiaria.

In alcuni casi queste operazioni possono diventare veri e propri strumenti di pianificazione fiscale. Questo avviene in presenza di una consociata non residente soprattutto qualora sia una società avente sede in paesi a tassazione agevolata. Mediante l'accensione di finanziamenti passivi con una consociata estera avente sede in tali paesi, la società residente nel paese con maggiore imposizione fiscale potrebbe trasferire, nella forma di pagamento di interessi passivi, parte dei propri margini economici a imprese con regimi fiscali più favorevoli.⁶² Allo stesso modo di come avviene nello scambio di beni o nella prestazione di servizi tra società appartenenti al medesimo gruppo, ma dislocate in diversi paesi, anche al valore degli interessi vengono applicate le norme in materia di *transfer pricing*. La circolare ministeriale n. 32/9/2267 del 22 settembre 1980 osserva in particolare che:

- a. deve essere osservato anche in materia di finanziamenti infragruppo il principio del prezzo di libera concorrenza e del valore normale (*arm's length principle*);

⁶² VALENTE, P., 2015. *Finanziamenti infragruppo, modelli di centralizzazione e problematiche connesse al transfer pricing*. Disponibile su strumentifinanziariefiscalità.egeaonline.it. Con riguardo anche all'erogazione di un finanziamento infruttifero ad una propria controllata estera, il quale potrebbe portare ad una rettifica in aumento del reddito di impresa della controllante italiana, di cui all'art. 110, co 7 TUIR. Il contribuente italiano che eroga il finanziamento infruttifero verrebbe a trovarsi nella condizione di dover dichiarare interessi attivi in misura pari al tasso di interesse normale. Questo è riconducibile a situazioni di *start up*, caratterizzate da ingenti investimenti e dalla previsione di un conto economico della controllata in perdita e quindi da un piano di risanamento in atto da parte della controllata stessa.

- b. il mercato cui bisogna fare riferimento per individuare il tasso applicato è quello del mutuante (*lender*) piuttosto che quello del mutuatario (*borrower*) e tale criterio deve essere derogato nel caso in cui il mutuante abbia a sua volta prelevato, le risorse finanziarie girate al mutuatario, da finanziatore residente in altro Paese ad un tasso maggiore;
- c. per accertare la comparabilità dei finanziamenti bisogna aver riguardo anche ad altri fattori che possono influenzarne le condizioni (l'ammontare del finanziamento; la durata; il titolo, la natura e l'oggetto del negozio; la posizione finanziaria del mutuante; la moneta di computo; i rischi di cambio).

Venendo alle soluzioni adottate dalla normativa fiscale e riconducibili a quanto detto prima sul *cash pooling* (vedi *supra*, “Aspetti fiscali e cenni al *cash pooling* internazionale”), come già osservato il problema non rileva quando la corresponsione di interessi passivi avviene fra società residenti, mentre rileva quando gli interessi sono liquidati da una società italiana ad una non residente.⁶³ Così come avviene per il *cash pooling* (in particolare per il NCP assimilabile ad un contratto di finanziamento) viene applicata una ritenuta a titolo d'imposta del 12,50% o del 27% qualora il soggetto estero risieda in paesi a fiscalità privilegiata ex art. 26 co 5 del DPR 600/73. L'unica esenzione prevista in questo caso, è quella relativa all'art. 26-quater del DPR, secondo cui vengono esclusi dall'applicazione gli interessi derivanti da prestiti corrisposti a soggetti non residenti, ma appartenenti all'Unione Europea.

2.3. Profili di responsabilità sulla gestione della liquidità

Recentemente la giurisprudenza ha dimostrato come la gestione accentrata della tesoreria rientri tra i complessi rapporti infragruppo idonei a provocare l'azione di responsabilità nei confronti della capogruppo ex art. 2497 C.C., da parte della società lesa.

Come osservato precedentemente in merito ai riferimenti normativi, la responsabilità per attività di direzione e coordinamento, è uno dei pochi istituti sui gruppi di imprese regolati dal

⁶³ VALENTE, P., 2009. *Manuale del transfer pricing*. Ed. 1, IPSOA Gruppo Wolters Kluwer, p. 1295-1297.

legislatore, assieme ad altre norme che disciplinano le operazioni tra parti correlate e la necessità di informativa a tutela dei soci di minoranza e del mercato.

L'attività di direzione e coordinamento deve ritenersi legittima se esercitata nel rispetto e nei limiti espressi dall'art. 2497 C.C., ovvero osservando i principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società controllate, non potendo l'unitarietà della direzione giustificare l'utilizzo della gestione delle imprese controllate ad esclusivo beneficio delle società controllanti. L'autonomia soggettiva e patrimoniale di ciascuna delle società parte di un gruppo e il dovere di fedeltà a cui sono tenuti gli amministratori di società, pongono in capo a questi ultimi l'obbligo di perseguire in primo luogo l'interesse della singola società, che non può essere illegittimamente sacrificato e rimesso a quello del gruppo.

L'attore che invochi la responsabilità ex art. 2497 deve allegare e provare la sussistenza di tre requisiti: i) una situazione di direzione e coordinamento in capo alla convenuta; ii) le concrete modalità di esercizio della stessa in termini illegittimi; iii) l'evento dannoso, ovvero il pregiudizio arrecato alla società controllata in ragione di detto concreto esercizio.

Per attività di direzione e coordinamento si intende la capacità della capogruppo di incidere sulle decisioni gestorie dell'impresa, cioè sulle scelte strategiche e operative di carattere finanziario, industriale e commerciale che attengono alla conduzione degli affari sociali. L'esercizio di tale potere di ingerenza non consiste in forme tipiche e ricorrenti, ma assume connotati multiformi attraverso una pluralità sistematica e costante di atti di indirizzo ed esprimendosi in una molteplicità di forme. Ciò che rileva non è la mera possibilità di esercitare un'influenza dominante su una o più società attraverso il rapporto partecipativo, ma l'esercizio effettivo di tale influenza attraverso un'attività di direzione e coordinamento.

In presenza di una struttura societaria fortemente integrata è probabile che l'attività di direzione e coordinamento sia esercitata dall'ente di vertice per la gestione degli aspetti finanziari e anzi che quest'ultima gestione sia la causa della sussistenza di un rapporto di controllo.⁶⁴ È dunque inevitabile che ogni deviazione dal principio generale di corretto finanziamento dell'impresa di gruppo si traduca in un funzionamento patologico del gruppo stesso.⁶⁵ In questa prospettiva,

⁶⁴ MEOLI, M., 06-07-2015. *Amministrazione di fatto anche nei gruppi*. Disponibile su Eutekne.info.it in cui si considera amministratore di fatto anche colui il quale svolge direttamente le funzioni di amministratore in assenza di una qualsivoglia investitura formale. Anche in questa situazione rileva l'eventuale responsabilità ex art. 2497 C.C.

⁶⁵ SBISA', G., 2012. *Direzione e coordinamento di società* in Libro quinto: Lavoro, art. 2497 – 2497 septies, Zanichelli, Milano, p. 5 ss. Secondo cui "ogni qual volta una società dipendente venga richiesta di compiere un'operazione, anche la più semplice, quale ad esempio la concessione di finanziamenti o di garanzie a favore di

l'esperienza italiana e straniera dei gruppi societari porta ad evidenziare i seguenti rischi:

i) la confusione di patrimoni nell'ambito del gruppo con depauperamento di una o più società a favore di altre: fenomeno che si verifica qualora la finanziaria ometta una corretta annotazione dei trasferimenti di liquidità con conseguente configurabilità di responsabilità contrattuale, nei confronti delle singole società, aquiliana, nei confronti dei creditori sociali;

ii) i trasferimenti di risorse finanziarie a condizioni inique: situazione che può ricorrere in un finanziamento *down-stream* a beneficio delle controllate, qualora sia applicato un tasso di interesse passivo eccessivamente oneroso, *cross-stream* qualora sussistano asimmetrie informative tra la società erogatrice e la finanziata, in un finanziamento *up-stream* a beneficio della capogruppo, quando l'erogazione non sia assistita da idonea garanzia o da un adeguato tasso di interesse;

iii) il compimento di operazioni di tesoreria estranee all'oggetto sociale in quanto poste in essere per il perseguimento esclusivo dell'interesse della finanziaria o di singole componenti del gruppo, a danno di altre e dei loro creditori;

iv) il rischio che le società che alimentano il conto accentratore scontino l'insolvenza della *pooler*, o la crisi di altre società, vedendosi pregiudicato il rimborso della somma trasferita e la normale prosecuzione dell'attività d'impresa, con un effetto a catena che può coinvolgere l'intero gruppo (vedi infra, § 2.3.1.).

Nonostante la giurisprudenza italiana sul *cash pooling* risulti del tutto assente, vengono analizzati di seguito alcuni profili di problematicità relativi alla gestione di una "cassa comune".

Risulta confermarlo la fattispecie oggetto della sentenza n. 13179/2014 del Tribunale di Milano, pubblicata in Gazzetta il 10 novembre 2014. Fustelpack spa, controllata da Smurfit Kappa Italia spa (SKI) che detiene il 69% del capitale sociale, è soggetta all'attività di direzione e coordinamento della convenuta Smurfit Kappa Holdings Italia spa (SKHI) in quanto la stessa, che a sua volta controlla SKI al 100%, è il soggetto tenuto al consolidamento dei suoi bilanci. Inoltre SKHI e SKI hanno la medesima sede ed hanno taluni consiglieri o membri del collegio

un'altra società, che risponde ad un interesse del gruppo unitariamente considerato, ma non sarebbe di per sé utile o vantaggiosa rispetto alla singola società isolatamente considerata, si pone un problema di conflitto di interessi: l'interesse rispondente ad una logica di gruppo e l'interesse delle singole società".

sindacale in comune con Fustelpack spa.

Gli attori, in quanto soci di minoranza di Fustelpack spa, hanno chiesto l'accertamento della responsabilità ex art. 2497 C.C. della Smurfit Kappa Holdings Italia spa e la condanna della stessa al risarcimento del danno.

Contestano la correttezza dell'attività di direzione e coordinamento con riguardo ai contratti di *cash pooling* e di deposito a termine della liquidità intrattenuti da Fustelpack spa con le controllanti, diretta e indiretta, e con la società del Gruppo Smurfit Kappa Treasury, con le seguenti argomentazioni:

- a. l'attività di *cash pooling*, esercitata mediante contratti del tipo *zero balance*, in maniera continuativa nel tempo, avrebbe costituito per Fustelpack spa una significativa deviazione dall'oggetto sociale: l'operazione non avrebbe carattere strumentale rispetto all'attività d'impresa e al perseguimento dell'oggetto sociale;
- b. poichè nel corso di tale rapporto contrattuale Fustelpack spa non avrebbe avuto bisogno di alcun finanziamento, non avendo mai esposto un saldo negativo, sul conto centralizzato avrebbe effettuato solo versamenti, senza trarre alcun beneficio da detta attività che sarebbe risultata vantaggiosa solo per i *poolers*;
- c. per quanto riguarda i tassi di interesse applicati, la società avrebbe ricevuto un trattamento peggiore in quanto la remunerazione richiesta dal mercato per prestare denaro al gruppo si attesta a livelli più elevati e comunque risulta non in linea con le remunerazioni che la società avrebbe potuto ritrarre mediante investimenti alternativi di pari rischio e durata.

In via preliminare la convenuta ha sostenuto che Fustelpack spa sarebbe soggetta all'attività di direzione e coordinamento da parte della sub-holding SKI, non potendosi ravvisare un rapporto di controllo diretto con SKI Holding.

In merito al contratto di *cash pooling*, la controparte sostiene che:

- a. il contratto non potrebbe neppure essere considerato uno strumento di finanziamento stante l'utilizzo del sistema dello *zero balance*;
- b. il deposito costituirebbe un deposito di breve periodo rinnovato ad ogni scadenza (annuale);
- c. i tassi convenuti nell'*agreement* sarebbero adeguatamente remunerativi,

mentre quelli indicati da Fustelpack spa sarebbero errati in quanto riferiti a investimenti di medio-lungo termine, inoltre si sarebbe sempre trattato di investimenti sostanzialmente privi di rischio poiché il gruppo, leader mondiale nella produzione di carta per imballaggi e di imballaggi in cartone ondulato, sarebbe noto per la sua solidità e affidabilità economico finanziaria;

- d. gli amministratori di Fustelpack spa sarebbero giunti alla conclusione dell'accordo dopo un'attenta analisi e ponderazione in totale autonomia;
- e. la possibilità dell'uso del nome e del marchio Smurfit Kappa, la possibilità di utilizzare le iniziative ideate, sviluppate e coordinate da risorse del gruppo con riguardo specifico al processo produttivo, la possibilità di beneficiare a titolo gratuito di contratti di servizi per la gestione centralizzata di molte attività sarebbero infine i vantaggi diretti di Fustelpack spa dati dall'appartenenza al gruppo.

Il danno⁶⁶ quantificato dalla società controllata non sarebbe quindi ravvisabile stante il complessivo effetto dell'attività di eterodirezione e la più che positiva situazione economico-finanziaria del gruppo.

Ai fini della risoluzione della controversia, il Collegio ha preventivamente analizzato l'effettiva sussistenza del rapporto di eterodirezione invocato dagli attori tra le società coinvolte, per poi valutare l'illiceità o meno dell'attività contestata.

Con riguardo al primo profilo, pur escludendo l'operatività della presunzione di cui all'art. 2497-sexies C.C.⁶⁷, il Giudice milanese ha comunque ritenuto che nella fattispecie la *holding* di vertice esercitasse direttamente l'attività di direzione e coordinamento sulla controllata indiretta, quantomeno con riguardo alla gestione degli aspetti finanziari della società. Il Giudice ha osservato che l'esercizio di un'attività di direzione e coordinamento è legittimo quando è caratterizzato dall'osservanza di principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società controllate. Ciò implica, come già detto, che l'unitarietà della direzione non può giustificare l'utilizzo della gestione delle imprese controllate ad esclusivo beneficio dell'interesse delle controllanti, ma deve protendere al coordinamento delle due società. Tale

⁶⁶ Si tratta di un mancato guadagno di cui non si riporta il calcolo per semplicità, dato principalmente dal confronto tra il rendimento effettivo e il rendimento di investimenti alternativi.

⁶⁷ L'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento di società si presume in capo all'ente tenuto al consolidamento dei bilanci ex art. 2497-sexies C.C. (nell'ipotesi in cui sussista l'obbligo e non solo la facoltà del consolidamento).

potere si sarebbe manifestato attraverso l'emanazione di direttive in materia di accentramento della tesoreria e di altre funzioni di assistenza finanziaria, nonché dal fatto che la carica del Presidente del CDA era ricoperta dal direttore finanziario del gruppo in base alle dichiarazioni contenute nel bilancio consolidato.

In merito alla seconda questione, per poter affermare la responsabilità della *holding* di vertice, è necessario che la condotta concretamente posta in essere dalla controllante violi i principi di corretta gestione procurando un danno non meramente potenziale, ma effettivo. In quest'ottica assumono rilievo i cd vantaggi compensativi ovvero il sacrificio che la singola società può essere chiamata a sopportare deve ritenersi legittimo in presenza di adeguate contropartite che possono concretizzarsi non necessariamente in vantaggi diretti e certi, ma anche indiretti e mediati che però si rivelino effettivi e derivino dalla partecipazione della singola entità al gruppo.⁶⁸

Poiché i risultati della gestione della eterodiretta, nel loro complesso, sono coerenti con i termini del rendimento del capitale investito, gli attori non possono lamentare una reale lesione dell'interesse alla valorizzazione e alla redditività della partecipazione sociale.

Inoltre il *cash pooling*, che prevede che le singole società stipulino singoli contratti di conto corrente con la società *pooler* che ha stipulato un contratto di conto corrente con un'azienda di credito, non è in sé una scelta contraria ai principi di corretta gestione, ma risponde ad esigenze di efficiente gestione della tesoreria aziendale con riguardo ai rapporti tra le società del gruppo e gli istituti di credito. In particolare, la controllata non può lamentare un danno per il fatto che, aderendo ad un sistema *zero balance*⁶⁹, non abbia manifestato *ex post* l'esigenza di attingere alla tesoreria di gruppo per far fronte agli impegni finanziari connessi alla propria attività aziendale e quindi non si sia di fatto avvalsa del risparmio in termini di minori oneri passivi che il sistema propizia.

Passando invece ai depositi a termine, il Tribunale milanese ha reputato illogica la pretesa degli attori poiché, trattandosi di investimenti a breve termine prontamente liquidabili, non sono in grado di procurare alcun danno ai soci.

Di conseguenza tanto la decisione di mettere a disposizione a breve termine di altre società del

⁶⁸ MEOLI, M, 24-10-2015. *Cash Pooling e deposito liquidità con meno preoccupazioni*. Disponibile su Eutekne.info.it.

⁶⁹ Sistema che, compensando i saldi passivi di alcune società con i saldi attivi delle altre, realizza solo un risparmio di tassi passivi.

gruppo la liquidità in eccesso della controllata, quanto le condizioni concrete cui è stata data attuazione, sono stati valutati dal Giudice milanese ragionevoli ed accettabili, attesi i vantaggi che, nell'ottica dei vantaggi compensativi, la società ha ricevuto per il fatto di appartenere al gruppo.⁷⁰

Sulla base di queste considerazioni, il Collegio ha escluso la responsabilità della *holding ex art. 2497 C.C.* ed il conseguente risarcimento del danno perché le decisioni assunte erano ragionevoli ed accettabili, tanto che nessuno dei soci di minoranza era receduto dalla società, accettando così quel genere di investimento del loro patrimonio (*cash pooling* e deposito a termine).⁷¹

Del diritto di recesso in questione si è discusso anche nella sentenza n. 8902 del Tribunale di Milano, il 27 luglio 2015. Alfa spa in qualità di socio di minoranza di Beta spa ha citato in giudizio la predetta società, nonché Gamma spa, nella sua qualità di ex socio di maggioranza di Beta spa, al fine di ottenere l'accertamento del proprio diritto di recesso dalla società convenuta ai sensi dell'art. 2497-*quater*. Il Tribunale ha respinto la richiesta formulata dalla parte attrice sostenendo in merito alla stipulazione di un contratto di *cash pooling* di Beta con la società tesoriere del gruppo, Gamma, la non fondatezza di uno svantaggio per la società. Il sistema non comporterebbe, come sostenuto da Alfa, "una diminuzione degli spazi di autonomia dei quali essa precedentemente godeva", ma è evidente che detta scelta abbia creato indubbi vantaggi per la società. Grazie alla funzione di tesoreria accentrata, la società ha potuto fare affidamento sulla possibilità di finanziarsi in misura maggiore e ad un costo inferiore. Come è affermato in causa, Alfa ha infatti azzerato l'esposizione finanziaria nei confronti delle banche e ridotto significativamente gli oneri finanziari.

Sulle gravi irregolarità gestionali da parte della capogruppo nel sistema di tesoreria utilizzato

⁷⁰ Nella specie, miglioramento del processo produttivo e servizio centralizzato per gli acquisti della materia prima strategica, oltre all'utilizzo del nome e del marchio.

⁷¹ Sul conflitto di interessi tra la capogruppo e le società controllate, è possibile richiamare anche l'art. 2497-*quinquies* C.C. che rimanda all'art. 2467 C.C. sulla postergazione dei finanziamenti concessi dal socio. Qualora le condizioni patrimoniali e finanziarie della società avessero richiesto ulteriori conferimenti (vedi la disciplina della *Thin capitalization*) e il socio fosse intervenuto con finanziamenti in qualsiasi forma effettuata, il credito di quest'ultimo sarebbe stato postergato al pagamento degli altri creditori sociali. DI MAJO, A., 2012. *I gruppi di imprese tra insolvenza e diritto societario*. G. Giappichelli Editore, Torino, p. 145-151, ricomprende tra le forme di finanziamento ("in qualunque modo effettuato") anche gli accordi di *cash pooling*.

si è pronunciata una sentenza del Tribunale di Parma, il 29 marzo 2013. La durata indeterminata del rapporto di *cash pooling* tra la controllata e la holding, è apparsa temperata dalle facoltà espressamente pattuite di “recedere in ogni momento, senza penali e senza obbligo di motivazione, con un preavviso di tre giorni lavorativi” e “di risolvere il contratto, con una dichiarazione scritta che ha effetto il terzo giorno lavorativo successivo a quello della sua ricezione, qualora l’altra parte sia inadempiente rispetto alle proprie obbligazioni di pagamento o ad altre obbligazioni essenziali”. Il danno patrimoniale per la società controllata è da considerarsi in tal caso meramente eventuale, potendo concretizzarsi solo nell’ipotesi di insolvenza da parte della società tesoriera, con l’impossibilità quantomeno temporanea di ottenere le somme conferite nel *cash pooling* in conseguenza dell’instaurazione di una procedura concorsuale o assimilabile.

Anche la giurisprudenza francese in diverse occasioni ha riscontrato un comportamento abusivo da parte della società capogruppo dedita alla gestione della tesoreria tale da rendere legittimo il richiamo alla figura dell’amministratore di fatto, il cui coinvolgimento nelle procedure concorsuali risulta automatico nei casi più gravi. Per i giudici della Suprema Corte francese: i) le operazioni di tesoreria devono essere dettate da un interesse economico, sociale o finanziario comune alle società del gruppo; ii) tale interesse deve essere valutato con riferimento ad una strategia o politica finanziaria elaborata dalla holding per l’insieme del gruppo; iii) le operazioni devono essere provviste di una contropartita e non devono mettere in pericolo l’esistenza stessa della società che ne sopporta il carico. Ai sensi dell’art. 624-3 del *Code de commerce*, la responsabilità della capogruppo e/o dei suoi amministratori viene a configurarsi in presenza di tre distinti presupposti: i soggetti devono avere esercitato una penetrante ingerenza nella gestione finanziaria della società, la gestione deve essersi svolta in contrasto con i generali principi di diligenza e buona fede e vi deve essere il nesso di causalità tra le inadempienze e lo stato di insolvenza in cui si trova la società.

In tutti gli ordinamenti, comunitari e non, per ravvisare una qualche forma di responsabilità in capo agli amministratori, risulta fondamentale il mancato rispetto dell’integrità finanziaria delle controllate e la violazione delle norme relative alla tenuta della contabilità. Non basta quindi la semplice e pura esistenza di una dipendenza finanziaria tra la capogruppo e le consociate, ma rileva l’interesse perseguito e le irregolarità compiute nell’ambito dell’accentramento della

tesoreria.⁷²

2.3.1. Il trattamento nelle procedure concorsuali

Gli addebiti e gli accrediti di *cash pooling* sui conti bancari delle società del gruppo realizzano tutti i presupposti per l'assoggettamento ad azioni revocatorie delle rimesse effettuate sui conti. Questo viene previsto qualora fosse accertata la sussistenza dei requisiti della consistenza e durevolezza della riduzione dell'esposizione debitoria e la conoscenza dello stato di insolvenza da parte della banca. L'art. 67, co 3, lett. b) della L.F., prevede infatti, quale regola generale, quella dell'irrevocabilità delle rimesse bancarie "purché non abbiano ridotto in maniera consistente e durevole l'esposizione debitoria del fallito nei confronti della banca".

In base ad un recente orientamento giurisprudenziale, la riduzione dell'esposizione "consistente e durevole" è solo quella che si verifica quando le rimesse che hanno diminuito l'esposizione non siano state quasi immediatamente neutralizzate da nuovi utilizzi da parte del correntista per le esigenze dell'impresa, secondo quello che è il ritmo normale di utilizzo del conto".⁷³

Emerge, dunque, come la riduzione "durevole" dell'esposizione del conto non appaia riferibile alle rimesse accreditate in esecuzione di un contratto di *cash pooling*, normalmente caratterizzate dall'alternanza tra accredito e corrispondente addebito e dall'essere destinate, in virtù di un accordo tra banca e società correntista, a costituire la provvista di operazioni di prelievo o di pagamenti in favore di terzi. In questi casi, infatti, la rimessa, pur riducendo momentaneamente l'esposizione della banca, è immediatamente seguita da un corrispondente addebitamento che ripristina il livello originario dell'esposizione per effetto del pagamento eseguito dalla banca in favore di un terzo.⁷⁴

⁷² DACCO', A., 2002. *L'accentramento della tesoreria nei gruppi di società*. Giuffrè Editore, Milano, p. 256-342 sulle analogie in merito della giurisprudenza francese, tedesca, statunitense e italiana.

⁷³ Tribunale di Udine, 24/10/2012 – 29/01/2013, secondo cui "le ragioni dell'esenzione introdotta dal legislatore vanno individuate nell'esigenza di assicurare una ordinaria attività dell'impresa con l'espletamento del servizio di cassa che è una delle specifiche funzioni del rapporto di conto corrente ordinario, per cui le variazioni in un senso e nell'altro legate alle diverse e specifiche esigenze di cassa succedutesi in un breve arco temporale non potranno considerarsi né consistenti, né durevoli".

⁷⁴ DACCO', A., 2002. *L'accentramento della tesoreria nei gruppi di società*. Giuffrè Editore, Milano, p 139, secondo cui l'istituto della "compensazione legale, quale modo di estinzione di debiti reciproci diversi

Può affermarsi l'irrevocabilità di rimesse accreditate in esecuzione di un contratto di tesoreria accentrata nella misura in cui le stesse siano assimilabili ad operazioni bilanciate laddove sussistano le caratteristiche e le modalità di funzionamento tipiche del c.d. zero balance *cash pooling*.

La dottrina più recente ha dedicato particolare attenzione a quei casi in cui i trasferimenti di liquidità infragruppo siano effettuati al fine di sopperire ad una situazione di sottocapitalizzazione della società finanziata. L'art. 2497-quinquies C.C., con i rimedi della postergazione e della revoca dei rimborsi dei finanziamenti cd "anomali", intende tutelare le ragioni dei creditori esterni al gruppo. La dottrina si è chiesta, dunque, se i trasferimenti di liquidità che hanno luogo nell'ambito di sistemi accentrati di tesoreria configurino tipologie di finanziamento rilevanti ai fini del citato articolo.⁷⁵ L'applicabilità della norma dipende, in buona sostanza:

- dalla possibilità o meno di qualificare il rapporto tra la finanziaria e le società aderenti in termini di rapporto di finanziamento;
- dalla situazione finanziaria della società beneficiaria dei trasferimenti in accredito;
- dalla direzione dei trasferimenti di liquidità: *down-stream* nel caso in cui sia la capogruppo a finanziare le società controllate, *up-stream* nel senso contrario.

Si ritiene che il credito risultante dal conto accentratore assolva una funzione di finanziamento rilevante, ai fini della riqualificazione in posizione postergata ogni qualvolta i saldi positivi dei conti correnti delle società eterodirette siano utilizzati dalla finanziaria per sopperire a esigenze strutturali di liquidità di altre società aderenti. In questi casi, i rimborsi effettuati alla finanziaria

dall'adempimento, non può configurarsi quale atto revocabile né ai sensi dell'art. 65 l.f., né ai sensi dell'art. 67 l.f., per molteplici argomentazioni tratte dalla natura stessa della compensazione legale e dalla disciplina per essa dettata nella legge fallimentare. In particolare, è stato sottolineato che se la legge concede (art. 56 l.f.) un mezzo di autodifesa e di preferenza al creditore-debitore del fallito e dispone l'operatività della compensazione anche successivamente alla dichiarazione di fallimento, non può dubitarsi neppure della operatività della compensazione legale prima del fallimento e della efficacia, di norma, della estinzione dei reciproci debiti-crediti verificatisi per mezzo di essa". Nel senso della revocabilità degli atti inerenti al conto corrente di gestione esistente tra le società del gruppo, MARINONI e KING, 2003, "*Cash pooling*" e revocabilità dei pagamenti *infra-gruppo*, in *Dir. prat. società*, p. 40.

⁷⁵ PERONE, G., *L'applicabilità della disciplina legale della postergazione ai finanziamenti ascendenti infragruppo (upstream financing)*. Disponibile su *judicium.it*. BALP, G., *I finanziamenti infragruppo: direzione e coordinamento e postergazione* in *Riv. Dir. Civ.*, 2012.

nell'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento della società finanziata non dovrebbero andare esenti da revoca ex art. 2467, co 1, C.C. La protezione dal rischio di insolvenza delle società finanziatrici dipende dalla tempestività con cui la finanziaria riesca a far fronte alle proprie obbligazioni, ovvero, nel caso concreto, alla restituzione delle somme conferite dalle prime nell'ambito dei citati rapporti. Quanto alla determinazione della misura del credito oggetto di postergazione o delle somme oggetto di revoca, occorre tener conto dei massimali operativi convenzionalmente prestabiliti. Dunque la società aderente potrà beneficiare delle risorse entro il limite della propria linea di credito nei confronti del conto accentrato. L'importo del credito postergato o le somme da destinare alla massa potranno essere determinate per analogia facendo applicazione delle regole sancite dall'art. 70, co 3 della Legge Fallimentare per i "rapporti continuativi o reiterati", quindi, "per ammontare pari alla differenza tra la consistenza massima raggiunta dal saldo creditorio nel periodo di crisi della controllata affidata e l'importo residuo del saldo esistente alla data di apertura del concorso".

La dottrina giunge, invece, a conclusioni diverse con riferimento ai trasferimenti di liquidità *up-stream*, non espressamente disciplinati dall'art. 2497-quinquies C.C. Ci si chiede, quindi, se i flussi diretti dai conti correnti delle società soggette a direzione unitaria al conto accentrato per far fronte a esigenze di liquidità strutturali della capogruppo in crisi, e per effetto del potere di influenza da questa esercitato, siano comunque rilevanti ai fini della postergazione del credito e della revoca del rimborso eventualmente effettuato. La dottrina maggioritaria ritiene che, nella misura in cui questi flussi non costituiscano restituzione di precedenti sconfinamenti dei massimali convenuti, essi sono assimilabili a un finanziamento che si sottrae alla previsione dell'art. 2497-quinquies C.C.⁷⁶

La ragione di tale esclusione è ravvisabile nell'intendimento del legislatore di tutelare i creditori esterni e i soci di minoranza delle società soggette a direzione unitaria.

In questi casi, pertanto, gli amministratori della società diretta e coordinata hanno l'onere di valutare il finanziamento alla luce della situazione finanziaria della beneficiaria, astenendosi dal darvi esecuzione qualora possa pregiudicare la consistenza patrimoniale, se non l'esistenza stessa della società erogatrice. Qualora emergesse un rischio ragionevolmente prevedibile di non recuperabilità del credito, gli amministratori della società erogatrice andrebbero incontro all'azione di responsabilità ex art. 2497 C.C. esperibile dai creditori sociali e dai soci di

⁷⁶ MAUGERI, M., *I finanziamenti "anomali" endogruppo*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, fasc. 6, 2014, p. 726.

minoranza della società diretta e coordinata. Alla medesima azione di responsabilità andrebbe incontro la capogruppo e i suoi organi di amministrazione e controllo per aver impartito una direttiva pregiudizievole o per non aver posto la società partecipata in condizione di valutare adeguatamente la situazione finanziaria.⁷⁷

Si richiamano inoltre gli art. 182-quater e 182-quinquies L.F., l'introduzione dei quali ha sostituito la regola della postergazione con quella della prededuzione dei finanziamenti erogati al fine di favorire il superamento della crisi di impresa e la conservazione della continuità aziendale. Si tratta dei finanziamenti erogati (i) in esecuzione di un concordato preventivo ovvero di un accordo di ristrutturazione dei debiti omologato ai sensi dell'articolo 182-bis L.F. (art. 182-quater, co 1), ovvero (ii) in funzione, della presentazione di una domanda di ammissione alla procedura di concordato preventivo o della domanda di omologazione dell'accordo di ristrutturazione dei debiti, a condizione che i finanziamenti siano previsti dal piano di cui all'art. 160 L.F., o dall'accordo di ristrutturazione, e purché la prededuzione sia espressamente disposta nel provvedimento di accoglimento della domanda di ammissione al concordato ovvero l'accordo sia omologato (art. 182-quater, co 2).

Il D.L. n. 83/2012 ha esteso poi il regime a tutti i creditori della società beneficiaria, siano essi i soci da cui provenga il finanziamento, i soggetti che esercitino attività di direzione e coordinamento in forza di un rapporto contrattuale o coloro i quali hanno acquisito la qualità di socio in virtù di un apporto di capitale di rischio o per effetto della conversione dei crediti precedentemente vantati verso la società finanziata in occasione di un accordo di ristrutturazione o di un concordato preventivo.

Infine, l'art. 182-quinquies L.F., applica la prededuzione anche all'intero importo dei finanziamenti contratti dalla società in occasione della presentazione di una domanda di concordato o di omologazione di un accordo di ristrutturazione, sul presupposto dell'autorizzazione del tribunale, previa verifica da parte di un professionista del complessivo fabbisogno finanziario dell'impresa sino all'omologazione.

Si assiste, così, ad un ridimensionamento del ricorso all'azione revocatoria, che sottraggono al predetto rimedio le operazioni di finanziamento infragruppo effettuate nel contesto di piani di

⁷⁷ MIOLA, M., 2014. *La disciplina dei finanziamenti up-stream della società eterodiretta alla capogruppo in situazione di difficoltà finanziaria* in Riv. Società, fasc. 4, p. 747.

risanamento, di ristrutturazione e concordato preventivo.⁷⁸

2.3.2. I rimedi contrattuali e di *governance*

Per quanto riguarda i rimedi adottati dalle imprese al fine di evitare l'azione di tale responsabilità nei confronti della capogruppo, possono essere previste le seguenti condizioni:⁷⁹

- i massimali operativi e le relative modalità di rimborso;
- la misura e le modalità di calcolo degli interessi: quelli passivi, che dovranno essere inferiori ai tassi applicati dal sistema bancario, e quelli attivi che, in caso di finanziamento *up-stream*, sarà opportuno, al contrario, rendere più remunerativi;
- la possibilità di recedere dal rapporto di tesoreria accentrata nel rispetto di un termine minimo di preavviso;
- l'esigibilità del saldo del conto corrente inter-societario senza limite di importo, garantita, a fine di ogni giornata, tramite affidamenti messi a disposizione della finanziaria dagli istituti di credito;
- il riconoscimento della facoltà per la società soggetta a direzione unitaria di richiedere finanziamenti anche a soggetti esterni al gruppo, eventualmente prevedendo un limite al suo indebitamento complessivo;
- la previsione del trasferimento non integrale della liquidità a favore del conto accentrato, in modo che le società aderenti possano sempre disporre di una parte per adempiere alle obbligazioni in scadenza;
- l'indicazione dello scopo comune di gruppo e dei vantaggi, per le singole società, derivanti dall'adesione al sistema accentrato di tesoreria.

Quanto ai rimedi di *governance*, sarà fondamentale che la capogruppo predisponga “un sistema

⁷⁸ MIOLA, M., 2011, *Tesoreria accentrata nei gruppi di società e capitale sociale* in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali*. Giappichelli, p. 36 ss.

⁷⁹ LORENZI, F. *Cash Pooling, profili di revocabilità fallimentare e finanziamenti infragruppo* in *Società* 15/12/2015. Disponibile su dirittobancario.it.

di permanente verifica e controllo della situazione finanziaria e della meritevolezza di credito delle società aderenti”, ad esempio, prevedendo la costituzione di un comitato interno apposito per la gestione della tesoreria in seno all’organo amministrativo della finanziaria o della capogruppo, con compiti di monitoraggio della posizione finanziaria complessiva del gruppo.⁸⁰

È inoltre opportuno che ai fini dell’assunzione della delibera di adesione al sistema accentrato di tesoreria, gli amministratori siano autorizzati dall’assemblea. Infine, in forza degli artt. 2497-bis e 2497-ter C.C., gli amministratori delle società aderenti al servizio sono sempre chiamati a dar conto, nella relazione sulla gestione, dei rapporti intercorsi con la finanziaria e a motivare e fornire puntuale indicazione delle ragioni e degli interessi che hanno influito sulle decisioni prese.⁸¹

⁸⁰ ARDIZZONE, L., 2012. *I contratti di «cash pooling» infragruppo* in *I contratti per l’impresa, Banca, mercati, società*, a cura di G. GITTI, M. MAUGERI, M. NOTARI, II ed., Il Mulino, p. 369 ss.

⁸¹ Il Regolamento Mercati adottato dalla Consob con delibera n. 16191 del 29 ottobre 2007, all’art. 37 lett. c), dedicato alle Condizioni che inibiscono la quotazione di società controllate sottoposte all’attività di direzione e coordinamento di altra società, prevede in merito all’adesione a «un rapporto di tesoreria accentrata, non rispondente all’interesse sociale», che la rispondenza a tale interesse sia attestata dall’organo di amministrazione con dichiarazione analiticamente motivata e verificata dall’organo di controllo.

CIVERRA, E., 2013. *Il finanziamento delle società di capitali*. Giuffrè Editore, Milano, p. 125-131, sull’obbligo di motivazione sopra citato.

PARTE SECONDA - *analisi empiriche*

“La pratica senza la teoria è cieca, come cieca è la teoria senza la pratica.”

Protagora

Capitolo 3

IL CASO BORSA ITALIANA

SOMMARIO – 3.1. Il gruppo London Stock Exchange – 3.1.1. Le società del gruppo Italy – 3.1.2. Strategia e organizzazione – 3.2. *Finance* e *Cash Concentration System* del gruppo LSE Italy – 3.2.1. Il *Finance italy* – 3.2.2. *Cash concentration system*, il caso applicato LSEG Italy – 3.3. *Cash flow forecasting* come strumento di controllo

3.1. Il gruppo London Stock Exchange

Il London Stock Exchange Group ha sede a Londra (Paternoster Square) e assume l'assetto proprietario di una *public limited company*. Si tratta di un percorso durato anni ed in continua evoluzione, a partire dalla London Stock Exchange fondata nel 1801, la quale ha assunto nel tempo il controllo di diverse società divenendo oggi la principale piazza europea per capitalizzazione ed una delle prime al mondo.

Nel 2007 l'acquisizione di Borsa Italiana con un'offerta da 1,6 miliardi di euro è stato il primo passo verso la formazione dell'attuale gruppo LSEG che ha permesso alla borsa londinese l'accesso a nuove piattaforme e ai servizi di *post-trade* e gestione del rischio forniti dalle società italiane del gruppo.



London
Stock Exchange Group



Borsa Italiana svolge la propria attività all'interno di Palazzo Mezzanotte nel cuore di Milano, Piazza Affari, il distretto finanziario italiano di origine più antiche. Qui hanno sede molte delle compagnie di cui il gruppo si avvale per fornire i propri servizi.

La borsa valori o borsa finanziaria è il mercato regolamentato in cui si negoziano strumenti finanziari rappresentativi di debiti o di quote di capitale e strumenti finanziari derivati come *futures*, opzioni e *covered warrants*. Su un mercato mobiliare le attività finanziarie oggetto di scambio sono strumenti finanziari negoziabili, di prima emissione (mercato primario) oppure già in circolazione (mercato secondario). La funzione principale dei mercati finanziari consiste nel concentrare il risparmio dei consumatori e degli investitori istituzionali verso le imprese, le quali collocano in borsa quote del loro capitale o prestiti per finanziare gli investimenti, ovvero titoli e obbligazioni che i primi possono acquistare attraverso gli intermediari. Il sistema assicura all'investimento in titoli un'elevata liquidità dato il volume e la regolarità delle transazioni che consentono di rivendere immediatamente sul mercato i titoli posseduti. Il valore di realizzo comporta però il rischio di perdita in conto capitale poiché le quotazioni variano di continuo rendendo possibile la cd speculazione finanziaria. La vigilanza che svolge l'autorità di controllo è volta a promuovere la trasparenza e la simmetria dell'informazione a tutela dei risparmiatori cercando di arginare eventuali fenomeni di aggio.

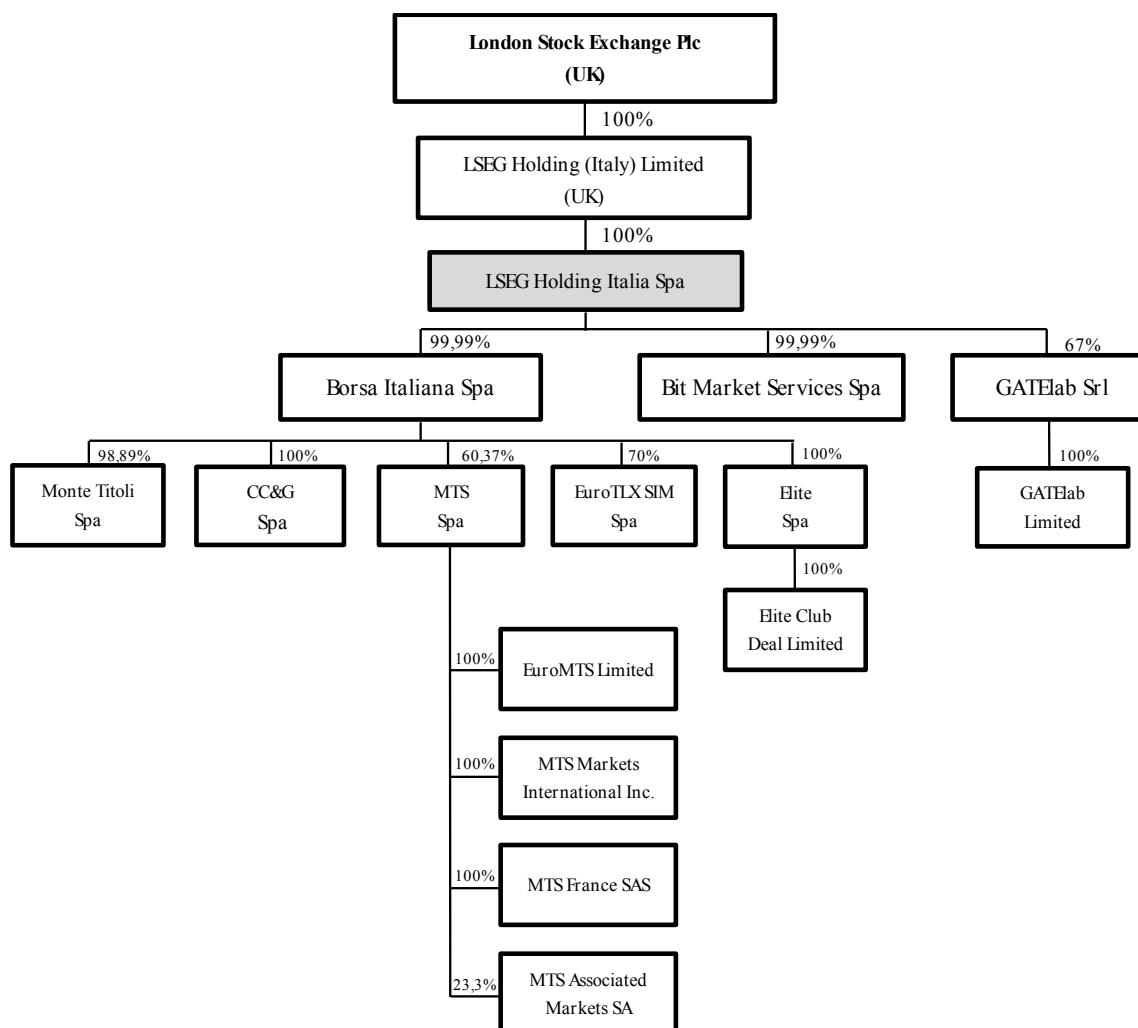
Controllate e gestite da una holding spa, a sua volta controllata da una società di diritto inglese ltd facente capo alla London Stock Exchange Plc, le società del gruppo Italy vengono coordinate in un disegno comune che vede la logica del singolo sottostare ad un più ampio e ambizioso interesse di gruppo. Il 12 marzo 2013 su richiesta del gruppo UK è stata costituita infatti la London Stock Exchange Group Holding Italia Spa con l'obiettivo di accentrare alcune funzioni e rendere unica e meno problematica la comunicazione delle singole società tra di esse e nei confronti dei vertici decisionali del gruppo.

Si tratta di una realtà integrata in grado di offrire un servizio completo, dalla prima quotazione dell'emittente al *post-trade* dell'operazione, un posizionamento totalizzante, una sorta di monopolio naturale della finanza permesso dalla regolamentazione europea al fine di garantire il buon funzionamento del mercato unico da sempre promosso dalla comunità.

Nei prossimi paragrafi verrà esaminato in breve il ruolo ricoperto dalle società all'interno del gruppo.⁸²

⁸² LSEG Italy, 2017. *Bilanci di esercizio al 31 dicembre 2016*. Milano.

3.1.1. Le società del gruppo Italy



Come ricordato, la holding spa è stata costituita nel marzo del 2013 per garantire una gestione più efficace e creare un migliore canale comunicativo, *bottom-up*, dalle singole società verso il gruppo. In occasione è stato sottoscritto un finanziamento pari a 450 mln di euro (il cd *big loan*) da parte dell'omonima *limited* inglese controllata anch'essa dalla plc londinese. Come si può notare nelle evidenze di bilancio sotto riportate alla voce debiti infragruppo a lungo termine, tale debito è stato ripagato al 31/12/16 per circa 207 mln di euro, ma la scadenza al 31 marzo 2018 obbliga un'immediata soluzione da parte del management. E' questo finanziamento che permette al gruppo di sfruttare le sinergie derivanti dall'acquisizione e che regola i conflitti di interesse tipici dei rapporti tra parti correlate.

La holding ricopre un ruolo eminentemente di direzione, coordinamento e finanziamento verso

le altre società del gruppo. Il coordinamento tecnico, amministrativo, gestionale e finanziario si dispiega attraverso l'*outsourcing* di funzioni relative alle attività delle controllate o lo svolgimento di servizi di tesoreria accentrata come *cash pooling* e simili.⁸³

In particolare vi è un rapporto di *cash pooling* con Eurotlx Sim Spa, BIMS Spa, Gatelab Srl e Elite Spa, mentre di prestito *intercompany* con Borsa Italiana Spa e Mts Spa. Con la chiusura dell'anno 2016 è stato invece estinto il prestito da parte di Monte Titoli Spa a fronte del cambiamento di operatività di quest'ultima.

Al 31 dicembre 2016 LSEGH Italia Spa è controllata al 100% direttamente dal socio unico LSEGH Italy Ltd e indirettamente da LSE Plc. A sua volta detiene partecipazioni di maggioranza in Borsa Italiana Spa, Bit Market Services Spa e Gatelab Srl.

Di seguito si riportano gli indicatori economici del gruppo al 31/12/2016.

| (Importi in euro/000) | 31-dic-16 | 31-dic-15 |
|---|-----------|-----------|
| Indicatori economici | | |
| Ricavi | 104,876 | 112,194 |
| Ebitda (1) | 91,889 | 100,127 |
| <i>Ebitda margin</i> | 87.6% | 89.2% |
| Ebit (2) | 90,953 | 98,743 |
| <i>Ebit margin</i> | 86.7% | 88.0% |
| Risultato netto | 84,857 | 91,401 |
| <i>% Ricavi</i> | 80.9% | 81.5% |
| Indicatori patrimoniali/finanziari | | |
| Patrimonio netto | 1,110,118 | 1,080,558 |
| Totale attività non correnti | 1,440,273 | 1,437,914 |
| Totale passività non correnti | 243,811 | 276,298 |
| Capitale Circolante Operativo Netto (3) | (87,559) | (83,924) |
| Posizione finanziaria netta (4) | 1,215 | 2,866 |
| Performance Ratios | | |
| ROE (5) | 7.7% | 8.6% |
| Dividendi (6) | 78,750 | 55,300 |
| Indicatori di efficienza | | |
| Numero medio di dipendenti | 3 | 3 |
| Ricavi per dipendente | 34,959 | 37,398 |
| Ebit per dipendente | 30,318 | 32,914 |

⁸³ Tale accentramento è disciplinato dal "General Services Framework Agreement" e dallo specifico Work Order che regola l'esternalizzazione di tutte le attività tra cui *Accounting, Reporting, Finance Operations, Tax, Treasury, Planning & Control*.

La struttura di *corporate governance* della holding come di ogni società del gruppo è basata sul tradizionale sistema di amministrazione e controllo, caratterizzato dalla presenza del Consiglio di Amministrazione come organo gestionale e del Collegio Sindacale come organo di controllo, entrambi nominati dall'Assemblea dei Soci.

Il sistema di procedure di gestione del rischio è conforme a quello adottato dal London Stock Exchange Group, di conseguenza tutte le procedure derivano dal processo di *risk management* del gruppo grazie al supporto di un *Audit & Risk Committee* che verifica periodicamente il sistema dei controlli interni.

Borsa Italiana Spa

Borsa Italiana è una delle più importanti borse europee che organizza e gestisce i mercati per la negoziazione di strumenti finanziari azionari, obbligazionari e *fixed income*, ETP e derivati. Gli azionisti sono le società emittenti quotate sul listino, gli intermediari italiani ed internazionali ed alcune tra le principali banche italiane. L'attività svolta da Borsa Italiana ha carattere di impresa e, come sancito dal Testo Unico sull'Intermediazione Finanziaria, viene esercitata in condizioni di autonomia e flessibilità organizzativa realizzando la separazione tra le funzioni di vigilanza svolte da Banca d'Italia e Consob rispetto alle funzioni di gestione e organizzazione dei mercati.

I compiti principali di Borsa Italiana SpA riguardano:

- la vigilanza sul corretto svolgimento delle operazioni di borsa;
- la definizione dei requisiti e delle procedure di ammissione e permanenza sul mercato per le società emittenti;
- la definizione dei requisiti e delle procedure di ammissione per gli intermediari che operano sui mercati;
- la gestione dell'informativa sulle società quotate.

| <i>(Importi in euro/000)</i> | | | |
|---|--|------------------|------------------|
| | | 31-dic-16 | 31-dic-15 |
| Indicatori economici | | | |
| Ricavi | | 178,933 | 168,616 |
| Ebitda (1) | | 86,041 | 73,092 |
| <i>Ebitda margin</i> | | 48.1% | 43.3% |
| Ebit (2) | | 83,408 | 70,062 |
| <i>Ebit margin</i> | | 46.6% | 41.6% |
| Risultato netto | | 118,613 | 92,206 |
| <i>% Ricavi</i> | | 66% | 54.7% |
| Indicatori patrimoniali/finanziari | | | |
| Patrimonio netto | | 614,293 | 587,157 |
| Totale attività non correnti | | 550,558 | 546,850 |
| Totale passività non correnti | | 2,750 | 3,337 |
| Capitale Circolante Operativo Netto (3) | | 63,487 | 38,341 |
| Posizione finanziaria netta (4) | | 2,998 | 5,302 |
| Performance Ratios | | | |
| ROE (5) | | 20% | 16% |
| Dividendi (6) | | 118,459 | 91,684 |

Cassa di Compensazione e Garanzia Spa

Società con sede a Roma che assicura la compensazione e la conclusione dei contratti stipulati sui mercati (*clearing house*) anche in caso di insolvenza. L'attività è sottoposta alla vigilanza di Banca d'Italia e Consob ed elimina il rischio di controparte garantendo il buon esito dell'operazione di negoziazione ovvero agendo essa stessa come *buyer* nei confronti dei *seller* e come *seller* nei confronti dei *buyer*. Per questo motivo CC&G adotta un'*Investment policy* specifica diversa dalla *Treasury policy* di gruppo. Il sistema di salvaguardia finanziaria di cui CC&G è dotata si basa su tre livelli di protezione:

- a. requisiti di adesione dei partecipanti senza i quali non possono essere ammessi al sistema: ogni partecipante (diretto e indiretto) deve disporre di una struttura organizzativa e di sistemi tecnologici che garantiscano una continua ed efficiente gestione delle attività e dei rapporti previsti dal regolamento CC&G;
- b. sistema di margini e *default funds*: si tratta di garanzie fornite dai partecipanti stessi, idonee alla copertura dei costi teorici di liquidazione che CC&G sosterebbe in caso di insolvenza per chiudere le posizioni aperte del partecipante nello scenario di mercato

più sfavorevole. I *default funds* sono protezioni aggiuntive volte a coprire quella porzione di rischio sistemico generato da variazioni estreme delle condizioni di mercato;

c. proprie risorse patrimoniali e finanziarie: in caso di insolvenza se il sistema dei margini e i *default funds* non fossero sufficienti CC&G deve utilizzare le proprie risorse patrimoniali e finanziarie. E' inoltre dotata di linee di credito per fronteggiare le esigenze connesse alla gestione della fase di liquidazione delle cedole ai partecipanti.

| Financial Highlights | | |
|--|----------------------------------|----------------------------------|
| <i>(importi in migliaia di euro)</i> | | |
| <i>Indicatori economici</i> | Esercizio 01/01/16 - 31/12/16 | Esercizio 01/01/15 - 31/12/15 |
| Ricavi | 102.295 | 94.342 |
| Ebitda | 80.141 | 73.104 |
| <i>Ebitda margin</i> | 78,3% | 77,5% |
| Ebit | 81.848 | 72.207 |
| <i>Ebit margin</i> | 80,0% | 76,5% |
| Utile netto | 55.252 | 48.796 |
| <i>(in % dei Ricavi)</i> | 54,0% | 51,7% |
| ROE | 31,9% | 30,9% |
| Dividendi | 52.470 | 46.354 |
| <i>Indicatori patrimoniali</i> | Esercizio 01/01/16 - 31/12/16 | Esercizio 01/01/15 - 31/12/15 |
| Patrimonio Netto | 178.106 | 168.774 |
| Posizione Fin. Netta (- debt / + cash) | 211.604 | 187.296 |

Monte Titoli Spa

Società multifunzionale di post-trading che offre servizi di notariato, custodia (*custody*), gestione accentrata (*central maintenance*), di liquidazione (*settlement*), di regolamento e accessori (operazioni societarie, nuove emissioni, gestione garanzie e prestiti). Svolge il ruolo di depositario centrale nazionale per gli strumenti finanziari sotto la vigilanza di Banca d'Italia e della Consob attraverso la nuova normativa CSDR e grazie ad infrastrutture europee come la piattaforma unica Target2-Securities.

| Financial Highlights | | |
|---|----------------------------------|----------------------------------|
| <i>(Importi in migliaia di euro)</i> | | |
| <i>Indicatori economici</i> | Esercizio 01/01/16 - 31/12/16 | Esercizio 01/01/15 - 31/12/15 |
| Ricavi netti (*) | 69,764 | 77,888 |
| Ebitda | 34,411 | 38,332 |
| <i>Ebitda margin</i> | 49.3% | 49.2% |
| Ebit | 25,048 | 32,436 |
| <i>Ebit margin</i> | 35.9% | 41.6% |
| Utile netto | 16,820 | 21,398 |
| (in % dei Ricavi) | 24.1% | 27.5% |
| ROE | 25.6% | 32.6% |
| Dividendi | 10,000 | - |
| <i>Indicatori patrimoniali</i> | Esercizio 01/01/16 - 31/12/16 | Esercizio 01/01/15 - 31/12/15 |
| Patrimonio Netto | 92,500 | 75,691 |
| (**) Posizione Finanziaria Netta (- debt / + cash) | 53,821 | 36,690 |

La società opera in un settore regolamentato e in quanto tale deve mantenere i requisiti autorizzativi per operare come Società di Gestione Accentrata. Ad inizio anno è stato pubblicato il nuovo *Central Securities Depository Regulation* (CSDR), il quale richiede che Monte Titoli adotti specifici requisiti: organizzativi, di condotta negli affari (procedure e comunicazioni obiettive e trasparenti), dei servizi svolti (integrità e protezione dei titoli) e prudenziali (*Capital requirements* e *Investment policy*).

Per quanto i *Capital requirements*, il capitale dovrà ad esempio essere interamente sottoscritto ed in grado di assorbire le perdite in caso di bancarotta ovvero garantire la copertura del rischio giuridico, commerciale e operativo. I requisiti patrimoniali dovranno assicurare un'immediata liquidazione o la ristrutturazione ordinata delle posizioni aperte in caso di *default*. L'*Investment policy* invece prevede un'apposita procedura dei controlli dei limiti operativi sugli investimenti della società. La *policy* si basa su investimenti in attività altamente liquidabili (bonds, repo e liquidità depositata presso le banche commerciali) nel rispetto dei limiti di concentrazione per paese, emittente, strumento finanziario e controparte. Il Risk Management assieme al team Treasury collaborano con le Autorità per cercare di soddisfare questi requisiti e giungere entro

fine anno all'applicazione integrale dei RTS (*Regulatory Technical Standards*).⁸⁴

Mercato dei Titoli di Stato Spa

Società che si occupa della negoziazione dei Titoli di Stato emessi dallo Stato italiano e dagli Stati esteri sulla base di importi minimi (l'ammontare minimo di negoziazione è fissato a 2,5 milioni di euro) in cui possono operare solo operatori specializzati ossia gli investitori istituzionali. MTS è vigilata da Banca d'Italia, Consob e Ministero del Tesoro. L'azionariato di minoranza è frammentato tra diversi istituti creditizi. MTS France Sas (FR), Euromts ltd (UK) e MTS Markets International (USA) sono controllate al 100% dalla capogruppo. Nei primi mesi del 2017 è stato avviato un processo di *insourcing* da parte dell'area Finance Italy per quanto riguarda le attività operative di Euromts e MMI al fine di ridurre i costi e favorire una migliore gestione delle società.

(importi €/000)

| Indicatori economici | 31-dic-16 | 31-dic-15 |
|---|-----------|-----------|
| Ricavi | 50,677 | 49,864 |
| Ebitda (1) | 24,012 | 21,960 |
| Ebitda margin | 47.4% | 44.0% |
| Ebit (2) | 23,790 | 21,719 |
| Ebit margin | 46.9% | 43.6% |
| Risultato netto | 21,822 | 18,832 |
| % Ricavi | 43.1% | 37.8% |
| Indicatori patrimoniali/finanziari | 31-dic-16 | 31-dic-15 |
| Patrimonio netto | 84,873 | 81,760 |
| Totale Attività non correnti | 71,015 | 67,220 |
| Totale Passività non correnti | 1,032 | 1,075 |
| Capitale circolante operativo netto (***) | 13,739 | 13,141 |
| Posizione Finanziaria Netta (**) | (9,517) | (7,441) |
| Performance Ratios | 31-dic-16 | 31-dic-15 |
| ROE (3) | 26.2% | 23.9% |
| Dividendi (*) | 21,762 | 18,718 |

⁸⁴ Regolamenti delegati UE 389-394/2016 che integrano il Reg UE n. 909/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo al miglioramento del regolamento titoli nell'Unione europea e ai depositari centrali di titoli. Pubblicazione in Gazzetta Ufficiale UE 10-03-2017.

Eurotlx SIM Spa

Società di intermediazione mobiliare che organizza il sistema multilaterale di negoziazione (Multilateral Trading Facility - MTF) realizzato per rispondere alle esigenze degli operatori non professionali. La società è controllata da Banca d'Italia, Consob e dal Fondo Italiano di Garanzia. Il capitale di minoranza è suddiviso in parti uguali tra Unicredit Spa (15%) e Banca IMI Spa (15%).

Elite Spa

Start up costituita il 20 maggio 2016 per completare un progetto nato in Borsa Italiana nel 2012 a supporto della crescita delle aziende. La società svolge attività di formazione, consulenza e promozione dell'accesso al mercato dei capitali attraverso la gestione e fornitura di piattaforme tecnologiche e ambienti web, corsi di formazione e servizi di co-marketing per favorire l'interazione tra aziende clienti aumentandone la visibilità all'interno del network finanziario nazionale ed internazionale. Controlla direttamente Elite Club Deal che assieme ad Elite Growth e ad Elite Connect completa l'offerta della società in campo internazionale facilitando l'incontro fra imprese e investitori in sinergia con gli intermediari.

Bit Market Services Spa

Società che si occupa di erogare servizi in ambito informatico e telematico alle società di gestione dei mercati regolamentati (fornitura o cessione in licenza d'uso di sistemi gestionali e applicativi per lo svolgimento degli adempimenti societari, trasmissione di ordini e flussi informativi correlati all'attività della società) e di organizzare convegni, attività di formazione, promozione e gestione di manifestazioni culturali. Il 28 febbraio si è formalmente conclusa la cessione del ramo d'azienda ISPS (Information Services Professional Solutions, servizi di tipo *data market*) a Spafid Connect Spa (Gruppo Mediobanca) che ha ristretto in maniera rilevante il perimetro delle attività della società.⁸⁵

⁸⁵ Spafid annuncia l'acquisizione della divisione "Information Services Professional Solutions" di Bit Market Services (gruppo LSE). Mediobanca, 1-03-2017, disponibile su mediobanca.com.

Gatelab Srl

Società con sede legale ad Isernia che ha per oggetto principalmente la realizzazione di impianti per la produzione di software per il mercato italiano ed estero e la fornitura di servizi per l'utilizzo dei programmi operativi e applicativi (software) e dei sistemi per l'elaborazione di dati (hardware). La controllata Gatelab ltd svolge le medesime attività in campo internazionale, il 2016 ha visto il lancio di nuovi sistemi in India e nuove soluzioni di infrastrutture di scambio. Come per le due società del gruppo MTS anche per Gatelab ltd è previsto nel corso dell'anno l'accentramento di alcune attività alla funzione Finance Italy di Borsa.

In una visione estremamente semplicistica ed intuitiva è possibile comprendere la completezza dell'offerta che il gruppo riesce a fornire al mercato: dalla fornitura di programmi applicativi ai sistemi per l'erogazione dei dati a intermediari ed emittenti (BIMS, Gatelab), dalla prima quotazione dell'ente (Borsa Italiana, Elite) al *post-trade* della negoziazione (Monte Titoli) e una serie di altri numerosi servizi accessori e strumentali al mercato (corsi di formazione, convegni, eventi). Il tutto garantito da un apposito sistema di salvaguardia finanziaria grazie all'attività di CC&G e da un continuo confronto con le Autorità di Vigilanza.

3.1.2. Strategia e organizzazione

Obiettivo principale di Borsa Italiana è sviluppare i mercati e massimizzarne la liquidità, la trasparenza, la competitività e l'efficienza svolgendo tutte le attività organizzative, produttive, commerciali e promozionali necessarie. Per questo motivo come già visto il gruppo si avvale di diverse società al fine di offrire un servizio completo ad emittenti, intermediari e risparmiatori. Inoltre visto l'interesse pubblico sottostante, le compagnie sono soggette ad un controllo costante da parte delle Autorità nazionali ed europee. Finance, Risk, Internal Audit ed ogni singola funzione si adattano poi alle linee guida fornite dalla holding inglese al fine di rendere omogenea ed efficace la strategia del gruppo nel suo insieme.

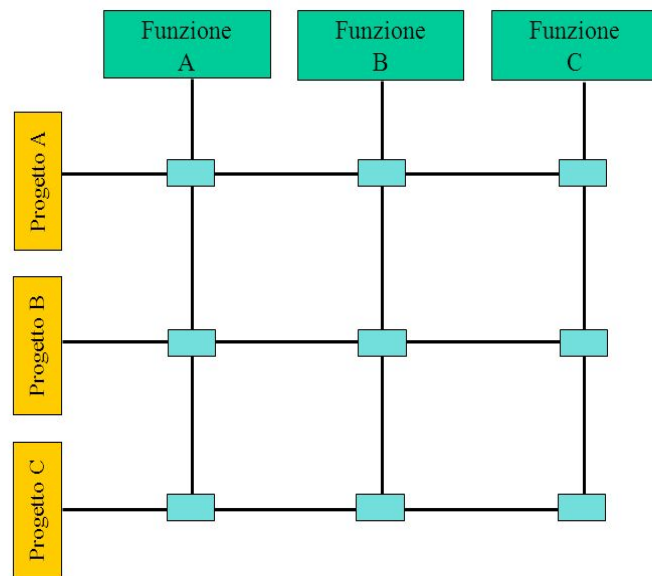
Il gruppo Italy ha realizzato da sempre e tanto più dopo la formazione nel 2007 del London Stock Exchange Group, un perfetto adattamento tra struttura organizzativa e strategia. Tale compendio è visibile non solo all'esterno attraverso il posizionamento e i servizi complementari offerti dalle diverse società, quanto anche all'interno grazie alla forma organizzativa di cui il gruppo si avvale.

Molte delle funzioni sono state accentrate e totalmente integrate tra le società ed ogni team risponde al *line manager* della propria area funzionale risalendo sino al top management inglese con il quale vi è un flusso continuo di informazioni in entrambe le direzioni.

Project manager e team di lavoro trasversali alle diverse funzioni vengono all'occorrenza formati e sovrapposti a questa configurazione al fine di portare a termine determinati progetti che richiedono l'ausilio di diverse competenze e conoscenze.

Tanti sono gli stakeholder e diversi gli interessi coinvolti nel sistema, al punto ad aver indotto spontaneamente il gruppo ad adottare la configurazione appena descritta.

Si tratta quindi di una forma matriciale che ha trovato nella **funzione** e nel **processo** la chiave di sviluppo del proprio business in termini di efficienza interna ed efficacia strategica.



Analisi SWOT

Continuando l'analisi di Borsa Italiana e del London Stock Exchange Group Italy si utilizzano ora i quattro fattori SWOT che caratterizzano l'ambiente: due interni *Strenghts & Weaknesses* e due esterni *Opportunities & Threats*. Dall'analisi è possibile notare come il filo conduttore e l'elemento che maggiormente influenza l'organizzazione e la strategia del gruppo Italy è il rapporto con la capogruppo UK che dal 2007 ne detta le linee guida.

Strenghts

Internal

- Il gruppo LSEG Italy offre un servizio completo al mercato
- Sfruttamento delle sinergie tra le società del gruppo
- Buona comunicazione LSE Italy - UK
- Forte capitalizzazione e ridotto rischio di business e finanziario

Weaknesses

- Interesse delle singole società assoggettato all'interesse di gruppo
- Problematiche relative ai sistemi e alle procedure operative di cui si avvale il gruppo Italy gestiti presso la capogruppo UK

Opportunities

External

- Possibilità di crescita ed espansione nei servizi offerti
- Razionalizzazione dei costi grazie ad una struttura di gruppo sempre più accentrata e specializzata

Threats

- Instabilità del sistema bancario e possibili rischi sistemici di mercato
- Possibilità di operazioni di riorganizzazione societaria da parte della capogruppo LSE UK (2017: proposta di fusione LSE - Deutsche Borse)

Strenghts

Come già evidenziato Borsa Italiana, assieme al network di società che operano all'interno del gruppo, riesce ad offrire al mercato un servizio completo nel settore della negoziazione di strumenti finanziari offerti al pubblico. Per far questo vengono sfruttate a pieno le sinergie tra le compagnie riducendo i costi di gestione ed ottenendo un miglior controllo dei processi. Un ruolo chiave è svolto dalla comunicazione sia all'interno del gruppo Italy sia per quanto riguarda il rapporto con la capogruppo UK attraverso incontri periodici tenuti dai vertici decisionali e dai responsabili di funzione. Dal punto di vista strettamente economico il gruppo gode di una forte capitalizzazione e di un rischio di obsolescenza tecnologica, di credito e di liquidità estremamente ridotto visto il mercato cui deve presidiare e le normative di settore cui deve adeguarsi.

Weaknesses

Se la logica di gruppo da una parte assicura sinergie ed una maggiore coesione delle società verso un obiettivo comune, allo stesso tempo possono sorgere problematiche legate al conflitto di interesse tra le società e il gruppo considerato nel suo insieme. Ad esempio la gestione accentrata della tesoreria potrebbe non essere vista di buon grado dagli azionisti della singola società i quali perdono il controllo e la proprietà dei propri fondi. E così potrebbe avvenire per l'autorizzazione di un prestito al gruppo da parte di una società controllata, atto a finanziare il progetto di un'altra consociata.

Tra gli elementi di debolezza si possono aggiungere poi le problematiche relative ai sistemi e alle procedure operative di cui si avvale il gruppo Italy, gestiti dalla capogruppo UK e quindi dislocando presso quest'ultima la funzione di supporto a tali procedure. Ad esempio nonostante la frequenza di contatti LSEG Italy - UK volti a risolvere i numerosi *issues* relativi al passaggio al nuovo OS Oracle, il team Finance avvertiva la necessità di avere un supporto costante e continuo in loco.

Opportunities

Sebbene il gruppo ricopra già un posizionamento strategico all'interno del settore, numerose e crescenti sono le opportunità offerte dal mercato entro i confini nazionali e al di fuori. Si tratta infatti di un ambiente estremamente dinamico ed in continua evoluzione che richiede al gruppo una crescita continua in conformità con la regolamentazione cui è sottoposto. Ne è un esempio l'attuale cambiamento di operatività di Monte Titoli Spa relativamente al nuovo CSDR.

Il forte accentramento ha permesso inoltre una considerevole specializzazione delle funzioni e il conseguente contenimento dei costi. Da pochi mesi presso la funzione Finance Italy è avvenuto il passaggio di alcune attività Fin-Ops relative a società di diritto inglese (Euromts, MMI, Gatelab ltd) al fine di razionalizzarne la gestione.

Threats

Data l'importanza dell'ambiente economico di riferimento risulta fondamentale analizzarne anche le minacce ovvero quei fattori che potrebbero ostacolare la crescita del gruppo. In primo luogo i possibili rischi sistemici di mercato e la solidità del sistema bancario vengono considerati e continuamente monitorati dal Risk Committee di gruppo soprattutto dopo i recenti fatti di cronaca. A seguito della sanzione da 7 mld di dollari imposta alla banca UE per

eccellenza e prima banca di appoggio di Borsa, Deutsche Bank, causata dai titoli tossici detenuti in bilancio, il gruppo ha dovuto rivedere le policy di tesoreria fino a quando Deutsche non ha approvato l'aumento di capitale.⁸⁶

Per quanto riguarda il mercato, la Brexit potrebbe comportare problematiche di mutuo riconoscimento da parte degli intermediari che vi operano. David Warren, CFO del gruppo LSE, in visita al team nel mese di giugno ha rassicurato Borsa Italiana sull'impatto che l'operazione avrebbe nei confronti del gruppo assicurando una gestione in grado di arginare i potenziali effetti destabilizzanti.⁸⁷

In secondo luogo sono temute eventuali operazioni straordinarie di riorganizzazione che possano modificare l'assetto societario minandone la solidità. Ad inizio anno si è parlato di una possibile fusione della London Stock Exchange con Deutsche Borse, fusione che sarebbe potuta avvenire solamente a seguito della vendita di MTS da parte del gruppo per motivazioni legate all'antitrust.⁸⁸ Attualmente sembra esservi una scarsa percentuale di riuscita del *deal*, ma in futuro rimangono percorribili altre strade. L'amministratore delegato di Borsa Italiana, R. Jerusalmi, durante una conferenza tenutasi i primi giorni di marzo ha parlato di possibili acquisizioni da parte dei mercati emergenti o ulteriori proposte M&A che potrebbero riuscire ad arginare i problemi legati all'antitrust. Attualmente non si può sapere se si tratti di opportunità o minacce, nel frattempo il gruppo LSE continua con la sua crescita *stand alone*.

3.2. Finance e Cash Concentration System del gruppo LSE Italy

3.2.1. Il Finance Italy

L'ufficio Finance Italy è una funzione composta da quattro diverse aree aventi lo scopo di accentrare la gestione di contabilità e reportistica di gruppo, tesoreria e *finance operations*,

⁸⁶ Deutsche Bank, chiuso con successo l'aumento di capitale da 8 miliardi. Il Sole 24Ore, 7 Apr 2017. Deutsche Bank, multa USA da 7 miliardi. IL SOLE 24 ORE, 24-12-2016.

⁸⁷ Brexit: prospettive e possibilità per il settore dei servizi finanziari. Disponibile su dirittobancario.it, 21-07-2016.

⁸⁸ Borsa, l'Antitrust UE blocca la fusione Londra-Francoforte. La Repubblica, 29-03-2017.

tassazione e pianificazione delle diverse società.

La razionalizzazione dei costi e l'efficientamento dei processi hanno incentivato questa gestione integrata del gruppo che ricalca la configurazione descritta precedentemente (struttura funzionale e *project team*) e a cui si sottrae parzialmente solo Cassa di Compensazione e Garanzia per la particolare operatività svolta. CC&G gestisce a Roma l'area Finance in sincronia con il business, ma risponde pur sempre alle direttive della funzione Italy.

Il rapporto tra le diverse aree e tra queste e le altre funzioni del gruppo è costante, ne è un esempio il project team formato ad inizio anno per l'applicazione della nuova normativa CSDR di Monte Titoli, un team trasversale alle funzioni Finance, Risk e Internal Audit della società.

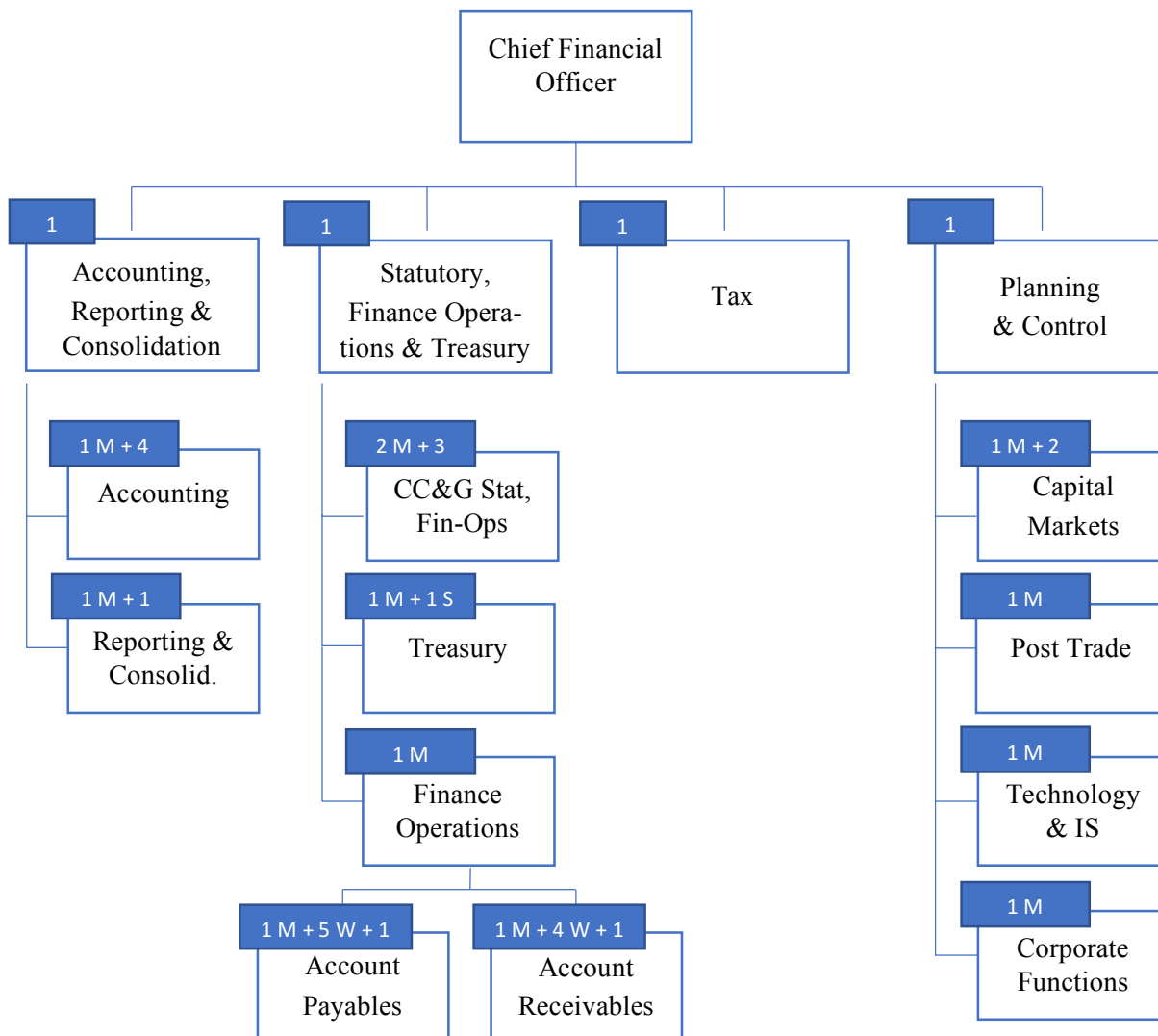
Nel grafico seguente sono rappresentati i 4 team di cui la funzione si avvale.

L'area *Accounting, Reporting & Consolidation* si occupa di movimentare e far quadrare i conti transitivi che a fine anno andranno a formare il bilancio di chiusura consolidato e singolo delle varie società.

Il team *Finance Operations* è suddiviso in *Account Receivables*, *Account Payables* e *Treasury*. AR si occupa della gestione attiva del gruppo (incassi, *pricing* delle società, rapporti con i clienti), mentre AP di quella passiva (pagamenti fornitori e *intercompany*). Treasury è un'area trasversale al team in quanto monitora la liquidità delle società e ne movimenta il *cash* in base al fabbisogno stimato, inoltre gestisce i rapporti con le banche di appoggio. L'area *Tax* è stata introdotta nell'ultimo anno a fronte delle crescenti esigenze di razionalizzazione intra-societaria. Si tratta di una figura professionale preposta alla pianificazione fiscale del gruppo, il quale continua ad avvalersi di uno studio esterno per quanto riguarda le pratiche burocratiche e all'ufficio legale interno in caso di contenzioso. Infine *Planning & Control* è quell'area che si occupa della pianificazione e degli obiettivi di gruppo. P&C è suddivisa in base alle attività oggetto del budget (*Capital Markets*, *Post Trade*, *Technology & IS*, *Corporate Function*), per funzioni e non per società, rispettando quella che abbiamo descritto essere la matrice del gruppo.

All'interno della funzione vi è una gerarchia che vede al vertice il CFO a cui seguono i quattro *senior manager* dai quali dipendono i *manager* responsabili delle attività specifiche di area che a loro volta coordinando i *workers* del proprio team. Il CFO ricopre un ruolo importante di direzione e coordinamento tra le diverse aree del Finance. Inoltre è un importante veicolo comunicativo tra la funzione e il gruppo LSE. Assieme ai responsabili dei team impartisce direttive *executive* di cui è egli stesso autorizzatore.

L'ufficio di Milano è composto da 32 dipendenti di cui 2 in posizione di stage, mentre per CC&G la funzione Finance è composta da 5 membri e viene gestita a Roma. Il mio ruolo era trasversale all'area Treasury e Account Receivables, ma le relazioni con gli altri team erano frequenti.



3.2.2. Cash Concentration System, il caso applicato LSEG Italy

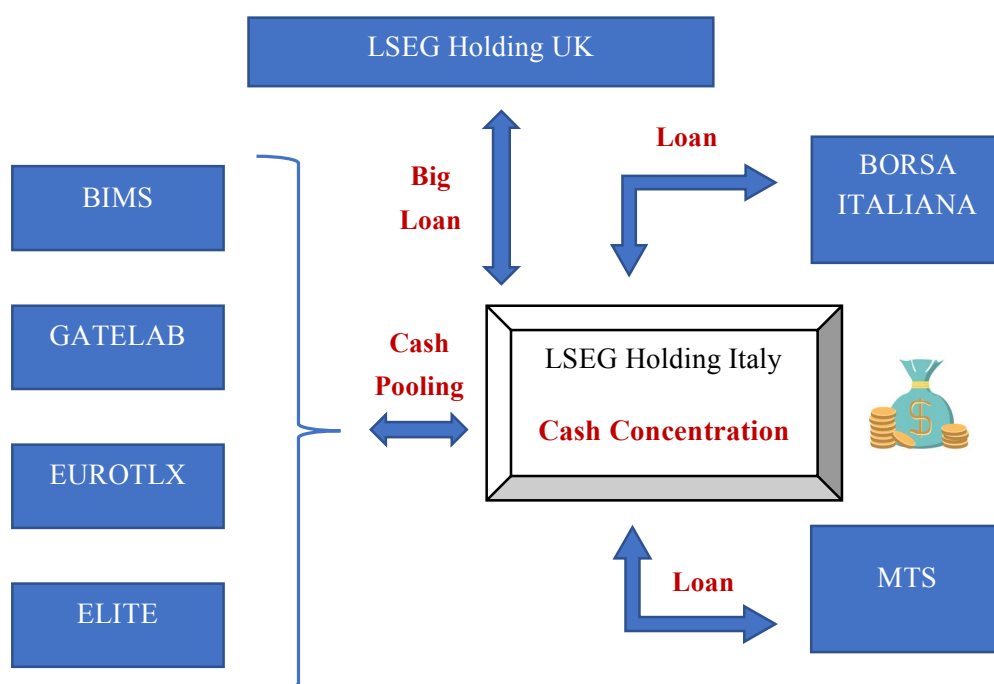
L'obiettivo dell'attuale sistema di tesoreria LSEG Italy è quello di gestire la liquidità locale il più efficacemente possibile trasferendo quella in eccesso alla capogruppo, considerato che le società italiane sono generatrici di liquidità fortemente in eccesso rispetto alle necessità operative delle stesse.

L'obiettivo del sistema è duplice:

- a) Permette alle società del gruppo di godere dei vantaggi derivanti da un sistema di gestione della tesoreria fortemente accentrato (vedi *supra*);
- b) Consente di ripagare il finanziamento concesso inizialmente dalla capogruppo inglese

Questo avviene attraverso un sistema di *cash pooling e loans*.

Il risultato è un sistema di *cash management* di tipo **Cash Concentration** in cui la holding accentra su di sé l'intera gestione finanziaria per compensare eventuali squilibri di tesoreria e, nel caso specifico di Borsa Italiana, rappresentarsi al gruppo UK come un'unica entità generatrice di liquidità.



All'interno del gruppo London Stock Exchange attualmente sono quattro le società che usufruiscono del servizio di *cash pooling* fornito dalla capogruppo, Bit Market Services Spa, Gatelab Srl, Eurotlx SIM Spa ed Elite Spa. Si tratta di un cash pooling Zero Balance ad eccezione di Eurotlx SIM che utilizza un cash pooling di tipo Target Balance, mantenendo un deposito in somma fissa nel proprio conto. Eurotlx SIM Spa è infatti soggetta alla disciplina armonizzata per le banche e le imprese di investimento contenuta nel Regolamento UE n. 575/2013 (CRR) e nella Direttiva UE n. 36/2013 (CRD IV) che traspongono nell'Unione Europea gli standard definiti dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria. Al fine di mantenere su base continuativa risorse finanziarie sufficienti per l'ordinaria attività di un'impresa di investimento, è stato quindi deciso di utilizzare un sistema di tipo Target Balance. In ogni caso ai fini prudenziali, l'enfasi regolamentare relativamente alle SIM è posta sull'aspetto patrimoniale, su cui il *cash pooling* non risulta impattare.

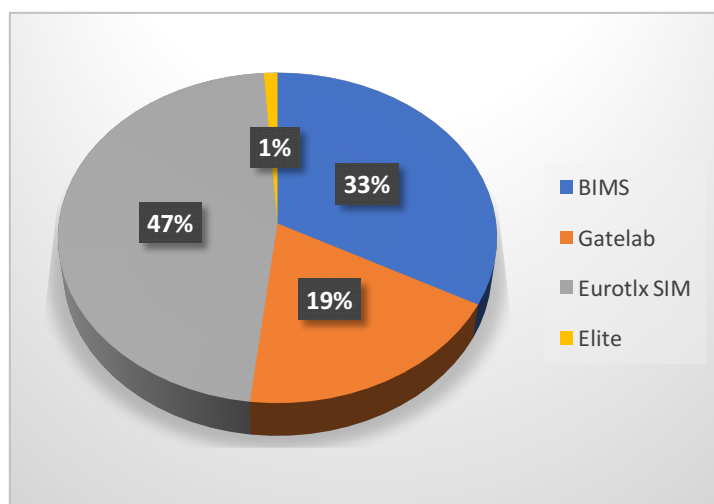
Nella tabella sottostante sono riportati i dati come da bilancio al 31/12/2016.

| Debiti Infragruppo LSE Holding Italy Spa | 31 dic 2016 (€/000) | 31 dic 2015 (€/000) |
|--|---------------------|---------------------|
| <u>Cash Pooling</u> | | |
| Bit Market Services Spa | 3,160 | 2,919 |
| Gatelab Srl | 1,821 | 1,646 |
| Eurotlx SIM Spa | 4,523 | - |
| Elite Spa | 104 | - |

L'implementazione di un sistema di *cash pooling* ha permesso di diminuire i trasferimenti manuali continui tra banche e società e migliorare in termini di visibilità e controllo della liquidità.

Nell'ultimo anno le società coinvolte sono arrivate a fornire al gruppo una linea di credito pari a 9,608 mln di euro, liquidità che dovrà rientrare nelle casse delle società in ipotesi di chiusura contrattuale (motivo per il quale figura tra i debiti infragruppo della holding), ma permette attualmente al gruppo una migliore gestione del fabbisogno finanziario. Come è possibile notare dal grafico sottostante, Eurotlx Sim è la società generatrice di *cash* in misura maggiore rispetto alle altre, mentre Elite, start-up di recente costituzione (20 maggio 2016), potrà sicuramente

beneficiare di un sistema di tesoreria completamente accentrato come quello descritto.



A fine giornata i saldi attivi bancari presenti sui conti delle singole società vengono accreditati sul conto della *pooler*. Nel caso in cui il saldo bancario delle società facenti parte del processo risulti debitore, la capogruppo provvede ad azzerare la posizione in scoperto utilizzando le cd “linee di credito tecniche” che non necessitano di alcuna preventiva autorizzazione o copertura da parte della banca. La *pooler* può inoltre beneficiare di una linea di credito concessa dall’intermediario nel caso in cui la richiesta di liquidità, da parte delle società facenti parte del *pooling*, dovesse superare la liquidità al momento disponibile in capo alla stessa. In quest’ultimo caso viene applicato un tasso di interesse in accordo con l’intermediario e allo stesso modo accade ogni qualvolta una delle società *source* benefici del sistema di *pooling* prendendo a prestito dalla *pooler* la liquidità necessaria.

La soluzione permette di tracciare e registrare i movimenti di *cash pooling* delle società e di ottenere automaticamente il calcolo degli interessi con cadenza mensile. Tali movimenti possono essere scaricati in formato elaborabile per il successivo caricamento nel sistema di *accounting* (Oracle Treasury⁸⁹). L’automaticità dei trasferimenti in cash management ne permette una gestione più rapida rispetto ai *loans intercompany* che necessitano di appositi

⁸⁹ Il sistema operativo utilizzato a partire da fine 2016 inizio 2017 è Oracle, un sistema integrato utilizzato in origine dalla capogruppo inglese che permette alla società di redigere più facilmente il sub-consolidato e customizzare il sistema secondo le proprie esigenze contabili. Oracle ERP si basa su diversi moduli detti *sub-ledgers*, per la parte *Payables*, *Receivables*, *Treasury*, i quali alimentano il *General Ledger*. Mensilmente le scritture vengono poi trasferite da GL a Oracle Hyperion Financial Management che le accorpa secondo aggregazioni di consolidato.

inserimenti manuali.

Il sistema di *cash pooling* ha permesso nel tempo una riduzione dei finanziamenti infragruppo, *loans*, i quali richiedono costi di gestione maggiori legati alle pratiche burocratiche e alla straordinarietà delle operazioni sottostanti. Si tratta infatti di trasferimenti *one shot* di importo considerevole con applicazione di elevati tassi di interesse richiesti dalle controparti.

Società regolamentate e aventi un importante peso istituzionale come Borsa Italiana, MTS o Monte Titoli non avrebbero certamente potuto accedere ad un sistema di tesoreria totalmente rimesso alla direzione di altra società, anche se della capogruppo, come quello fornito dal *pooling*. Per questo motivo forniscono provviste al gruppo attraverso un finanziamento regolato da apposito contratto i cui termini stabiliscono durata e tassi applicabili.

Si tratta di un prestito la cui normale operatività prevede la trasmissione *drawdown* del denaro dalle società controllate alla società madre, anche se frequenti possono essere le operazioni di *refund* per eventuale fabbisogno delle società *lender*. Il prestito e i tassi di interesse vengono aggiornati coerentemente con l'andamento del mercato e con quanto è stato accordato tra le società. Rilevante è il contributo di Borsa Italiana che al 31/12/2016 ha fornito alla capogruppo 57,118 mln di euro, somma che è stata utilizzata in parte per risanare la posizione debitoria nei confronti della LSE Holding Italy Ltd.

| Debiti Infragruppo LSE Holding Italy Spa | 31 dic 2016 (€/000) | 31 dic 2015 (€/000) |
|--|---------------------|---------------------|
| <u>Finanziamenti IC</u> | | |
| Borsa Italiana Spa | 57,118 | 34,318 |
| Mercato dei Titoli di Stato Spa | 16,400 | 13,200 |
| Monte Titoli Spa | - | 33,4000 |

Sono solamente Monte Titoli Spa e CC&G quindi le società che non partecipano ad alcun rapporto di finanziamento con la holding a causa dell'Investment Policy cui sono soggette. In questi casi il focus è rivolto ad investire la liquidità nel rispetto dei criteri stabiliti nella policy sia per l'oggetto sociale sia per la quantità di *cash* detenuto nei depositi delle società.

Un altro modo in cui si movimentata la liquidità *intercompany* avviene mediante la fatturazione di servizi tra le società. In questo caso si tratta di un effetto automatico provocato da un rapporto

di pagamento tra cliente e fornitore, ma risulta molto utile in quanto è possibile decidere il *timing* dei flussi in base al fabbisogno finanziario del gruppo.

Frequenti sono poi gli spostamenti di denaro tra banche diverse della medesima società al fine di rispettare le policy di gruppo, pagare determinati fornitori o per altre operazioni di tesoreria.⁹⁰

3.3. *Cash flow forecasting* come strumento di controllo

Una ricerca fornita da JP Morgan Asset Management del 2007⁹¹ condotta in base alle risposte di 339 gruppi multinazionali con sede in diversi paesi, fornisce indicazioni sulle attività di maggiore rilevanza attese dalla funzione tesoreria.

| Tipologia di attività | % di risposte che indicano la prima attività per importanza |
|----------------------------------|--|
| Cash management | 53% |
| Cash flow forecasting | 16% |
| Risk management | 15% |
| Cash investments | 7% |
| Control issues | 7% |
| Accounting & Audit | 3% |
| Information Management & Systems | 2% |

Come è possibile notare la maggior parte delle aziende focalizzano la propria attività sull'organizzazione del cash management (strumenti bancari di incasso e pagamento ecc.), mentre alle attività di cd pianificazione finanziaria viene relegato un ruolo secondario.

E' doveroso evidenziare che i risultati dell'indagine appartengono al 2007 e che in dieci anni è

⁹⁰ Per motivi di riservatezza, ci si attiene ai soli dati forniti dal bilancio (FY 2016).

⁹¹ Disponibile su jpmgloballiquidity.com e aiti.it.

avvenuto un importante processo di riqualificazione di tali attività. Come dimostreranno i risultati della ricerca effettuata nel prossimo capitolo, sono poche le aziende multinazionali che oggi non adottano un sistema di controllo della liquidità.

Il *cash flow intercompany* può essere monitorato attraverso un calcolo previsionale da aggiornare in base alla necessità del gruppo con l'utilizzo di appositi modelli, cd *cash flow forecast*.⁹² Frequentemente tale prospetto può essere richiesto dalla banca assieme al *business plans* o altri documenti per concedere finanziamenti e/o l'utilizzo dei suoi servizi (come il *cash pooling* stesso).

Il gruppo London Stock Exchange Italy monitora il proprio *cash flow* attraverso una previsione trimestrale (il mese in corso e i due successivi) nella quale vengono movimentati i flussi sulla base delle entrate e delle uscite programmate o stimate.

Viene utilizzato un foglio di calcolo per ogni società suddiviso in *inflows* e *outflows*. Da qui si calcola poi il *net flow* che viene sommato al *cash* detenuto dalla società sui c/c alla data in cui vengono effettuate le stime dei flussi (solitamente l'aggiornamento avviene due volte al mese, intorno al giorno 10 e a fine mese).

✓ **Opening cash balance**

Vengono inseriti gli ammontari del *cash* detenuto dalle società nei diversi conti correnti alla data di aggiornamento del *forecast (date)* ovvero prima che vengano imputati o scomputati gli incassi e i pagamenti a venire;

| CASH FORECAST (in Euro) | | COMPANY [...] | | |
|-------------------------|------|---------------|-----------|-----------|
| BANKS | date | Month t | Month t+1 | Month t+2 |
| Bank account 1 | | | | |
| Bank account 2 | | | | |
| Bank account 3 | | | | |
| OPENING CASH BALANCE | | tot | tot | tot |

⁹² “Cash Flow Forecast is a plan of how much money a company expects to spend and receive over a particular period.” Definizione tratta da *dictionary.cambridge.org*.

Da sottolineare la differenza con il calcolo del cash flow prodotto a fine anno (rendiconto finanziario).

✓ **Incoming**

Vengono previsti gli incassi del mese in corso e dei due successivi a partire dalla data di aggiornamento. E' possibile notare gli accrediti diretti (RID/RIBA/SEPA) che si differenziano dai *customers collections* in quanto flussi in entrata certi e sicuri. Al contrario i crediti regolari devono essere previsti sulla base degli incassi precedenti e del tempo di dilazione medio concesso al cliente (in media 30 gg) maggiorato di eventuali ritardi nel pagamento. *Loan e cash pooling* vengono movimentati a seconda della posizione della società nei confronti delle altre: *loan incoming* nel caso in cui la società ricevesse un prestito da parte delle altre, *cash pooling incoming* nel caso in cui le società in *pooling* avessero bisogno di liquidità fornita dal *pooler* per necessità operative o qualora quest'ultima vedesse confluire i saldi da parte delle prime⁹³. *Interest income* sono gli interessi attivi maturati dalle società con riferimento ai rapporti bancari e di finanziamento. *Bond investments e dividends* sono flussi occasionali e straordinari che vengono considerati sulla base delle operazioni avvenute nel mese in questione. Infine le *intercompany* IT e UK si riferiscono alle prestazioni di servizio infragruppo tra le diverse società.

| INCOMING | date | Month t | Month t+1 | Month t+2 |
|-----------------------|-------------|------------|------------|------------|
| CUSTOMER 'S RID/RIBA | | | | |
| CUSTOMERS | | | | |
| LOAN | | | | |
| CASH POOLING | | | | |
| BOND INVESTMENTS | | | | |
| INTEREST INCOME | | | | |
| DIVIDENDS | | | | |
| INTERCOMPANY ITALY | | | | |
| INTERCOMPANY UK | | | | |
| TOTAL INCOMING | | tot | tot | tot |

⁹³ Nel caso LSEG, la voce *loans incoming* sarà solitamente movimentata per la società capogruppo LSEG Holding Italy spa attraverso i *loans drawdown* da parte di Borsa e Mts o eventualmente LSEG Holding Italy Ltd. In caso di *loans refund* saranno queste ultime a movimentare tale voce.

La voce *cash pooling incoming* viene solitamente movimentata per le società in *pooling* (BIMS, Gatelab, Eurotlx, Elite) a fronte di necessità operative oppure per LSEGHI spa quando viene confluente il *cash* generato dalle prime al fine di azzerare il saldo del conto (o riportarlo all'importo *target* prestabilito come per Eurotlx).

✓ **Outgoing**

Vengono inseriti i pagamenti da effettuare nel mese in corso e nei due successivi a partire dalla data di aggiornamento. Tra questi vi sono il pagamento dei salari (*salaries*), dei contributi previdenziali (*employee taxes*), delle tasse sul valore aggiunto da liquidare attraverso il modello F24 (VAT) e delle tasse sul reddito d'impresa relative alla dichiarazione presentata (IRES). *Bank commissions* e *interest cost* riguardano le spese sostenute dalle società in merito ai rapporti bancari e di prestito. *Capital injection* (aumenti di capitale) e *dividends* sono flussi in uscita caratterizzati da occasionalità e straordinarietà a seconda del mese in corso. *Loan* e *cash pooling outgoing* hanno un funzionamento complementare e analogico ai relativi *incoming*.⁹⁴ Infine il pagamento dei fornitori (*suppliers*) e delle prestazioni infragruppo (*intercompany* IT e UK) prevede il rilascio delle autorizzazioni da parte dei business da cui il *forecast* non può prescindere.

| OUTGOING | date | Month t | Month t+1 | Month t+2 |
|-----------------------------------|-------------|----------------|------------------|------------------|
| EMPLOYEES TAXES | | | | |
| VAT | | | | |
| SALARIES | | | | |
| TAXES (including IRES and CONSOB) | | | | |
| LOAN | | | | |
| CASH POOLING | | | | |
| CAPITAL INJECTION | | | | |
| BANK COMMISSIONS | | | | |
| INTEREST COST | | | | |
| DIVIDENDS | | | | |
| SUPPLIERS | | | | |
| INTERCOMPANY ITALY | | | | |
| INTERCOMPANY UK | | | | |
| TOTAL OUTGOING | | tot | tot | tot |

⁹⁴ Nel caso LSEG, la voce *loans outgoing* sarà solitamente movimentata per la società *lender* del gruppo nei confronti della capogruppo LSEG Holding Italy spa attraverso i *loans drawdown* da parte di Borsa e Mts. In caso di *loans refund* sarà la holding a movimentare tale voce.

La voce *cash pooling outgoing* viene solitamente movimentata per la holding a fronte di necessità operative delle società in *pooling* (BIMS, Gatelab, Eurotlx, Elite) oppure per queste ultime quando viene fatto confluire il *cash* generato sul conto della *pooler* per azzerare il conto delle società (o riportarlo all'importo *target* prestabilito come per Eurotlx).

✓ **Net cash**

Viene calcolato poi il *net flow incoming-outgoing* che viene sommato al *cash* detenuto dalla società sui c/c alla data in cui vengono effettuate le stime dei flussi, *opening cash balance*.

| | Month t | Month t+1 | Month t+2 |
|--|---------|-----------|-----------|
| NET INCOMING-OUTGOING | | | |
| | tot | tot | tot |
| NET CASH | | | |
| (opening cash balance + net incoming-outgoing) | tot | tot | tot |

I singoli fogli vengono poi collegati al foglio di lavoro iniziale, il *summary cash flow forecast*, il quale riepiloga la situazione del gruppo (vedi Allegato B), verosimile per il mese in corso e con funzione di *alert* per i due successivi. Qui viene calcolato il *free cash* del gruppo ovvero la liquidità disponibile a fine mese escluse le società regolate CC&G e Monte Titoli, le quali non partecipano ai prestiti *intercompany*.

Verso fine mese sulla base di questa previsione avviene una *call* con il Finance UK della London Stock Exchange. Lo scopo del *forecast* è infatti duplice:

1. Internamente monitora la situazione del gruppo Italy per provvedere al fabbisogno delle consociate sulla base del *timing* dei flussi di ognuna;
2. In ottica London Stock Exchange Group ha invece la funzione di calcolare quale sia l'ammontare disponibile da fornire alla holding inglese che andrà a ripagare il prestito fornito inizialmente (*big loan*) attraverso operazioni *refund*.⁹⁵

⁹⁵ Vedi Allegato B, voce LOAN LSEGHI SPA (Liability) - LSEGHI LTD (Asset), nella quale viene inserito il *current* balance del *big loan* tra le due holding. Sulla base del flusso generato viene poi formalizzata la Proposed Group Funding Requirement, al fine di regolare i rapporti finanziari con la capogruppo inglese sulla base del fabbisogno delle due società.

Capitolo 4

INDAGINE:

CASH CONCENTRATION SYSTEM'S ADOPTION

SOMMARIO – 4.1. Dati – 4.1.1. Il campione – 4.1.2. Le informazioni raccolte – 4.2. La variabile obiettivo – 4.3. *Chi Square Test* per due campioni indipendenti – 4.3.1. Parametri strutturali e oggettivi – 4.3.2. Parametri soggetti a valutazione – 4.4. Discussione

Il caso appena analizzato mostra la configurazione adottata dal gruppo per accentrare la funzione tesoreria, ovvero le modalità e gli strumenti utilizzati per la gestione della liquidità delle consociate. Si tratta di un modello strutturato attraverso sistemi di *cash pooling* e *loans*, a cui si aggiungono prestazioni di servizi infragruppo che comportano uno spostamento diretto di denaro tra le società del gruppo. All'interno di una realtà quale quella in cui operano le società del London Stock Exchange Group Italy, è più semplice operare un'analisi relativamente agli strumenti appena indicati, in quanto le procedure e le scelte aziendali risultano ben formalizzate rispetto a quelle di altre società.

Al fine di comprendere e analizzare le ragioni sottostanti la scelta di accentrare o meno la gestione della liquidità dei gruppi aziendali, è stato deciso di effettuare un'indagine rivolta alle società facenti parte di un gruppo, in qualità di holding, sub-holding o semplicemente controllate.



4.1. Dati

4.1.1 Il campione

Il questionario, che è possibile trovare in forma semplificata nell'Allegato C⁹⁶, è stato inviato alle società italiane partendo dai *database* forniti da Confindustria e dalle rispettive unità provinciali⁹⁷.

Inoltre l'Associazione Italiana Tesorieri d'Impresa ha gentilmente accolto la richiesta provvedendo alla diffusione tra la propria base associativa.

Nonostante l'insieme di soggetti raggiunti appartenga a diverse tipologie per dimensione e settore di appartenenza, è lo stesso tema iniziale con cui è stato presentato il questionario a selezionare una certa popolazione di riferimento, il cd *representative sample*. Si tratta di società residenti in Italia, appartenenti ad un gruppo (anche internazionale) in qualità di holding, subholding o controllate, con una suddivisione di reparti e funzioni formalizzata e ben articolata. Nella mail che è stata inviata alle società, è stato infatti indicato che si trattava di un sondaggio sui rapporti infragruppo e sulla gestione delle funzioni aziendali a livello *corporate*.

Il tasso di risposta è stato di poco inferiore al 10% rispetto al totale delle richieste inviate, per un totale di 59 questionari completati. Circa metà delle risposte sono giunte grazie alla collaborazione di AITI, con una penetrazione tra i propri associati rafforzata da un maggior peso istituzionale.

Il dato risulta leggermente al di sotto di simili ricerche di mercato.⁹⁸

Questo è avvenuto per il minor interesse nei confronti della materia dimostrato soprattutto dalle piccole e medie imprese del territorio, come confermano i parametri dimensionali del campione oggetto di analisi, quali fatturato, numero di società e presenza di società estere nel gruppo.

Come già detto, la funzione tesoreria è da sempre considerata un'attività di supporto alle altre aree aziendali e, solo dai pochi sensibili alla materia, un'attività ad elevato valore aggiunto

⁹⁶ La creazione e la diffusione del sondaggio è avvenuta attraverso l'utilizzo di Google Moduli.

⁹⁷ Il *database* è disponibile nei siti ufficiali di Confindustria e in quelli delle rispettive unità provinciali.

⁹⁸ MEYER, P., 2006. *Giornalismo e metodo scientifico. Ovvero il giornalismo di precisione*. Armando Editore, p. 121 ss.

potenziale. Per incentivare la risposta e la collaborazione delle aziende alla ricerca, è stato anche proposto di fornire una rielaborazione completa dei risultati ottenuti al termine dell'indagine.

Inoltre si stima che gran parte delle società soggette ad attività di direzione e controllo si siano astenute dal rispondere a causa della scarsa conoscibilità dei dati e delle scelte del gruppo di cui prendono parte. Soprattutto da parte delle sub-holding facenti parte di grandi multinazionali estere, è stata segnalata una problematica di asimmetria informativa nella conoscenza delle dinamiche insite al gruppo aziendale.

Queste ed altre più classiche ragioni, hanno spinto diverse aziende dall'astenersi dalla compilazione e a realizzare la cd *self-selection bias*⁹⁹, ovvero una selezione automatica dei soggetti interessati.

Tuttavia si ritiene che il campione prescelto sia ben rappresentativo della popolazione di riferimento ed in linea con la relativa letteratura e prassi economico-aziendale. Si tratta infatti di un tema complesso che vede uno spostamento del focus aziendale dalla singola funzione ai processi di gruppo delle società che vi appartengono.

4.1.2 Le informazioni raccolte

La raccolta dati è avvenuta attraverso un questionario contenente domande a risposta multipla e libera, diviso principalmente in due parti.

Nella prima parte si chiedono unicamente informazioni riguardanti le caratteristiche strutturali e oggettive del gruppo ovvero elementi non soggetti a valutazione da parte del soggetto intervistato, come il settore di appartenenza, la dimensione, il numero di società estere coinvolte e come è avvenuto il processo di consolidamento.

⁹⁹ Diversa letteratura di riferimento sul tema. HECKMAN, J.J., 1979. *Sample Selection Bias As a Specification Error* in *Econometrica*, p.153-162, in cui l'autore considera le problematiche insite al metodo di campionamento in questione.

Le domande utilizzate nell'analisi sono state:

- la distinzione dei soggetti in società holding, sub-holding o controllata, in base all'esercizio di attività di direzione e coordinamento esercitato o cui sono sottoposti ex artt. 2359 e 2497 c.c;
- il settore entro cui operano;
- il fatturato del gruppo e della singola società in caso di società controllata;
- la tipologia di holding del gruppo, pura e finanziaria o industriale;
- il numero di società del gruppo e, tra queste, il numero di società estere e il numero di società che svolgono attività affine a quella della società intervistata (con specifica in merito alla holding, estera e/o affine, nel caso di società controllata);
- come è avvenuta l'acquisizione del controllo: acquisizione di partecipazioni, formazione di una società di nuova costituzione, conferimento di partecipazioni, spin-off di ramo aziendale;
- quali sono state le motivazioni economiche alla base della decisione di controllo: diminuzione del rischio, sfruttamento delle economie di scala e di raggio d'azione, vantaggi finanziari e/o tributari, aumento delle dimensioni aziendali.

Domande poste, ma non utilizzate ai fini dell'analisi, riguardano:

- le province dove risiedono le sedi legali dato che la distribuzione non è omogenea nelle regioni con una prevalenza di Veneto e Lombardia;
- il numero di società del gruppo controllate come unico azionista di maggioranza (partecipazioni holding > 51%) dalla medesima holding, poiché solamente uno dei gruppi indagati ha indicato che più del 50% delle società risultano sottoposte a controllo da parte di altro azionista, mentre negli altri casi il controllo avviene per più dell'80% delle società del gruppo, da parte della medesima holding;
- la presenza di società *black list* poiché oltre ad essere ridotta la numerosità dei gruppi coinvolti (11 su 59), la variabile non risulta utile ai fini dell'analisi, in quanto l'informazione è sufficientemente contenuta nel numero di società estere coinvolte.

Nella seconda parte si considera l'eventuale accentramento di funzioni e in particolare della funzione tesoreria attraverso sistemi di tipo *cash concentration* (accentramento dei saldi delle singole società su un unico conto corrente) o diversi (finanziamenti e prestazioni di servizio infragruppo). Inoltre vengono indagati i principali fattori di influenza di tali scelte, come il rapporto con le banche o la cultura manageriale del gruppo, e l'utilizzo del *cash flow forecast* per monitorare la liquidità del gruppo e della singola società.

In sintesi le variabili possono essere così raggruppate:

- in primis si indaga l'accentramento delle funzioni all'interno del gruppo, quali aree coinvolge e se comprende la funzione tesoreria;
- subito dopo viene coinvolta la variabile obiettivo, con la quale si chiede se il gruppo adotta sistemi di accentramento della liquidità, attraverso un unico conto corrente presso cui confluiscono i saldi di tutte le società. Le possibili risposte vengono poi suddivise in tre gruppi: gli adottanti, coloro i quali lo prevedono tra i piani futuri e i soggetti che vogliono mantenere l'autonomia sulla propria liquidità;
- successivamente vi sono le variabili strettamente soggette a valutazione e giudizio da parte degli intervistati:
 - la preferibilità nell'utilizzo di *cash pooling* (e/o l'utilizzo di un unico conto corrente intra-societario), prestiti infragruppo e prestazioni di servizio infragruppo;
 - l'influenza dei seguenti fattori sulla configurazione di autofinanziamento relativa al punto precedente: gli strumenti messi a disposizione dalle banche di riferimento, l'indirizzo manageriale di gruppo, la conformità alle normative, la possibilità di dover cambiare istituto di credito, i tassi di interesse applicabili, i costi di gestione dell'operazione, la cultura aziendale di gruppo, la scarsa conoscenza degli strumenti tecnici e i conflitti di interesse tra la singola società e la direzione;
 - l'importanza attribuita al *cash flow forecast* della società e del gruppo;
 - infine viene richiesta la soddisfazione dei soggetti rispetto al supporto fornito dagli intermediari per la gestione della liquidità.

Domande poste, ma non utilizzate ai fini dell'analisi, riguardano:

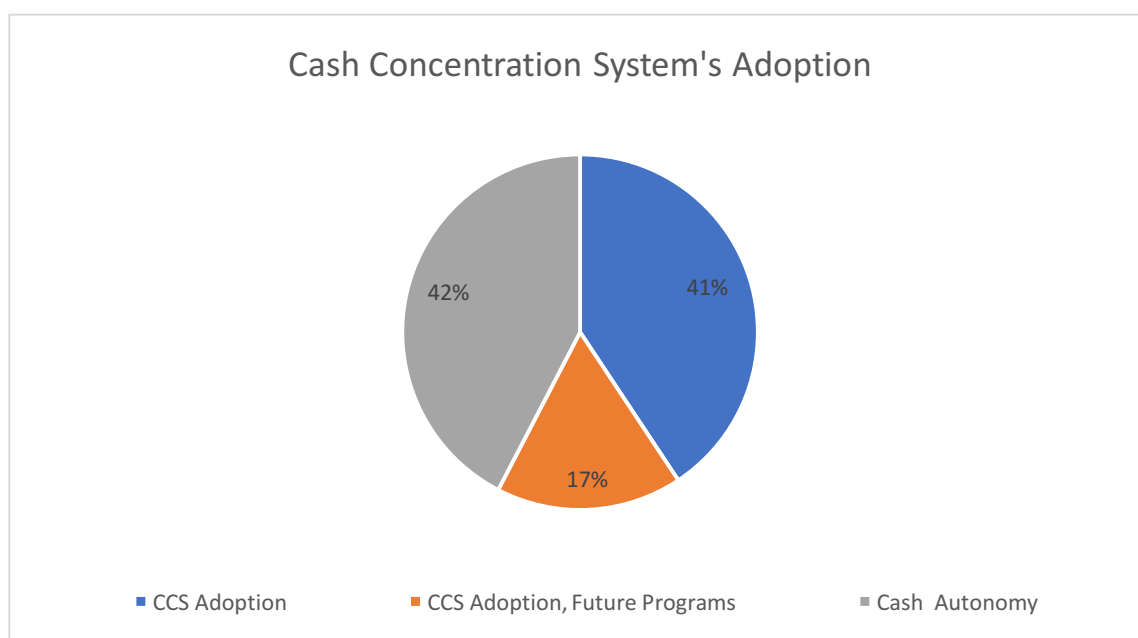
- la conoscenza del *cash pooling* da parte delle società poiché i dati raccolti mostrano che quasi la totalità delle società intervistate ne sono a conoscenza, dato totalmente anomalo

rispetto alla letteratura e alla novità del sistema in questione, probabilmente inteso dalle società come semplice conoscenza dell'argomento;

- la proposta da parte dell'istituto di credito poiché sempre correlata alla scelta finale da parte del gruppo.

4.2. La variabile obiettivo

Come già detto la variabile obiettivo è l'utilizzo o meno di un sistema *cash concentration*, ovvero un sistema nel quale la liquidità delle varie società viene accentrata presso un unico conto corrente all'interno del gruppo (vedi *cash pooling*). I dati raccolti mostrano una buona percentuale di aziende che implementano il sistema a livello di gruppo, il 41%, ovvero 24 soggetti su 59. Al contrario, il 42%, preferisce mantenere l'autonomia sulla gestione della propria liquidità. Infine un dato interessante che mostra la novità del sistema in questione, riporta che il 17% sta progettando un'implementazione futura.

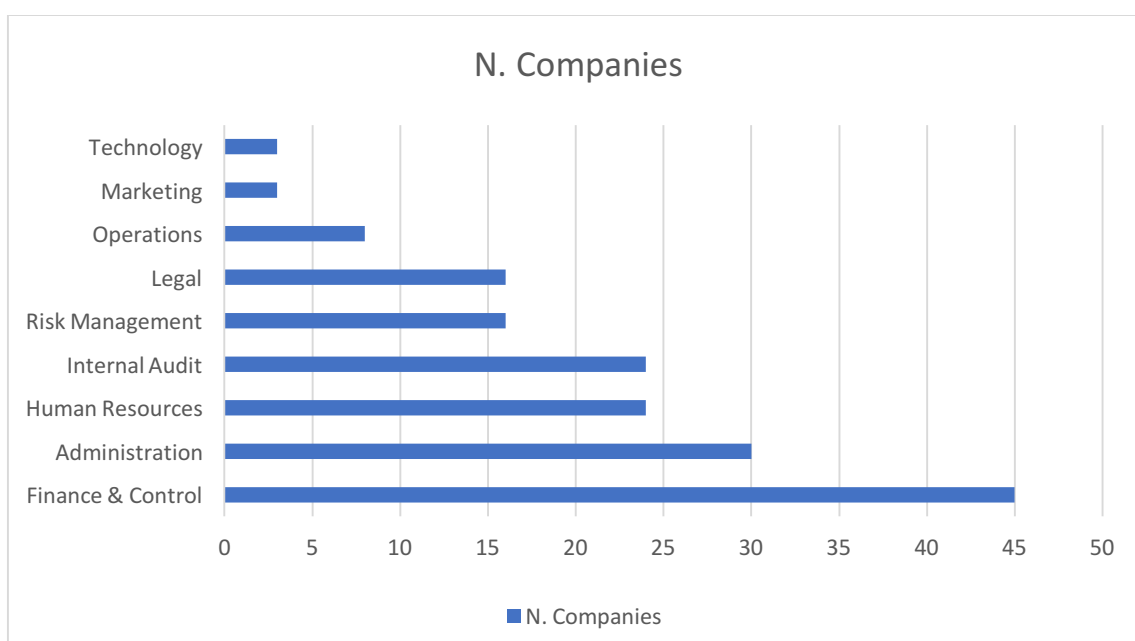


Solamente 14 soggetti invece, il 24% del campione, fanno parte di un gruppo aziendale che non accentra le attività di tesoreria: 10 gruppi non accentrano alcuna attività, mentre 4, pur

accentrando, non coinvolgono la gestione della liquidità. Essendo solamente 4 i soggetti che non accentrano la funzione tesoreria, è facile intuire la necessità aziendale e operativa, di gestire a livello centrale questa funzione.

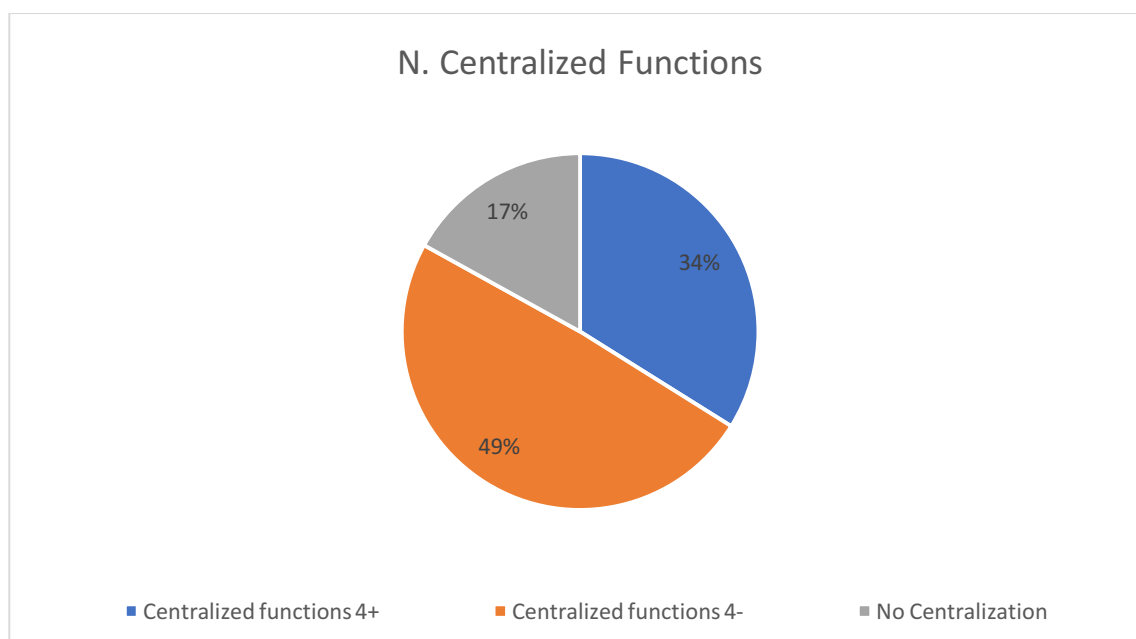
Per quanto riguarda le attività accentrate, il 92% dei gruppi che accentrano indicano come prima funzione Finanza e Controllo, seguita da Amministrazione, Risorse Umane e Internal Audit/Compliance.

| Centralized Function | N. Companies | % Data |
|------------------------------|--------------|--------|
| Finance & Control | 45 | 92% |
| Administration | 30 | 61% |
| Human Resources | 24 | 49% |
| Internal Audit | 24 | 49% |
| Risk Management | 16 | 33% |
| Legal | 16 | 33% |
| Operations | 8 | 16% |
| Marketing | 3 | 6% |
| Technology | 3 | 6% |



In media la scelta di integrazione riguarda 4 reparti aziendali. Come mostrano i dati il 22% dei gruppi gestisce 4 funzioni a livello centrale.

| N. Centralized Functions | N. Companies | % Data |
|--------------------------|--------------|--------|
| 1 Function | 4 | 8% |
| 2 Functions | 8 | 16% |
| 3 Functions | 6 | 12% |
| 4 Functions | 11 | 22% |
| 5 Functions | 6 | 12% |
| 6 Functions | 5 | 10% |
| 7 Functions | 4 | 8% |
| 8 Functions | 4 | 8% |
| 9 Functions | 1 | 2% |



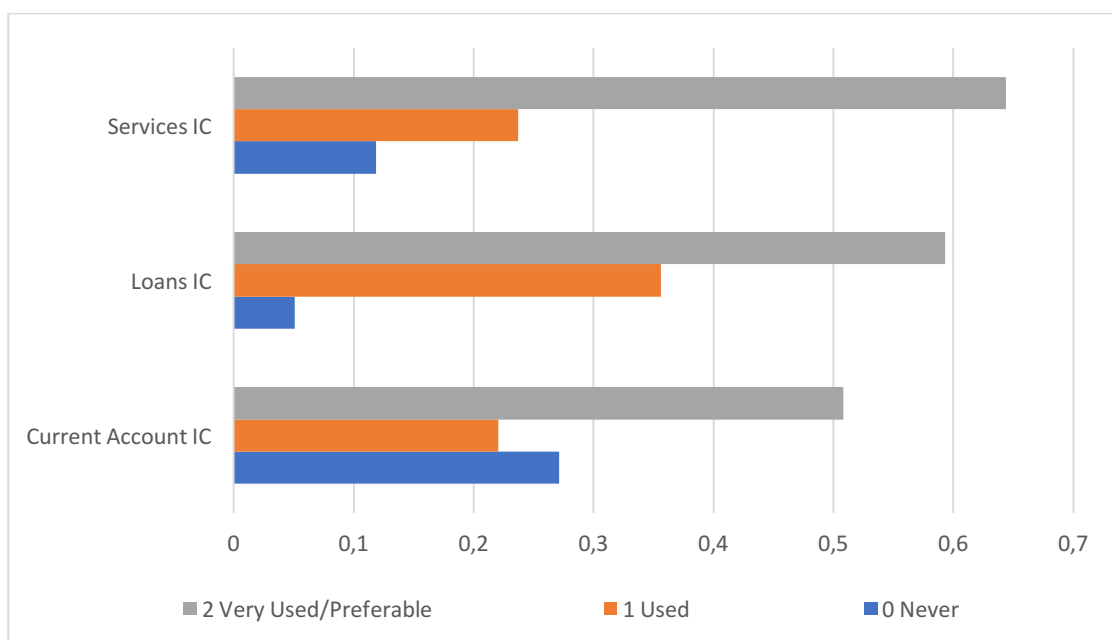
Ciò che stupisce è il realizzarsi da parte di tutte queste società, anche di coloro che non gestiscono a livello centrale alcuna funzione, di un certo grado di accentramento e pianificazione della liquidità mediante sistemi di finanziamento (Loans IC) o di prestazioni di servizi infragruppo (Services IC). Si vedrà che questi ultimi due strumenti vengono utilizzati di frequente pur essendo più costosi di un semplice sistema di *cash pooling* (Current Account IC).

La necessità di contribuire al fabbisogno finanziario di gruppo è quindi una prerogativa della maggior parte delle organizzazioni, la differenza residua solamente nel formalizzare le

procedure attraverso i sistemi di accentramento descritti (*cash pooling*) o nell'utilizzare forme di autofinanziamento più costose, ma all'apparenza meno vincolanti (finanziamenti e prestazioni di servizi infragruppo).

Il grafico mostra l'utilizzo dei tre strumenti da parte del campione oggetto di indagine.

| | Current Account IC | Loans IC | Services IC |
|-------------------------------|--------------------|----------|-------------|
| 0 Never | 27% | 5% | 12% |
| 1 Used | 22% | 36% | 24% |
| 2 Very Used/Preferable | 51% | 59% | 64% |



L'analisi è tesa a dimostrare la correlazione, e la possibile influenza, di alcune caratteristiche aziendali sull'adozione, o meno, di una gestione della liquidità totalmente rimessa a livello centrale.¹⁰⁰

Il paragrafo successivo sintetizza l'analisi statistica svolta sulle variabili, a cui seguirà la discussione dei risultati ottenuti.

¹⁰⁰ DACCO', A., 2002. *L'accentramento della tesoreria nei gruppi di società*. Giuffrè Editore, Milano, p. 26 ss, in cui vengono analizzati "I fattori in grado di influenzare una simile scelta".

4.3 Chi-Square Test per due campioni indipendenti

Il test *Chi-quadrato di Pearson* è una tecnica di inferenza statistica che si basa sulla distribuzione di probabilità della statistica *chi-quadro*. Attraverso questo test è possibile interrogare il campione, *data sample*, in merito ad eventuali relazioni di dipendenza tra le variabili. Può essere usato con variabili a livello di scala nominale e/o ordinale, generalmente disposte in forma di tabelle di contingenza. Il valore effettivo della statistica *t* non è molto informativo, mentre il valore di significatività, *p.value*, contiene le informazioni che si stanno cercando. Più basso è il *p.value*, meno probabilità ci sono per le due variabili di essere indipendenti ovvero non collegate, in quanto l'ipotesi nulla, da rifiutare se il *p.value* risulta inferiore al livello di significatività scelto, presuppone l'indipendenza delle due variabili.

Il livello di confidenza stabilito è del 90%, con una marginalità di errore del 10% (α). Livelli di confidenza maggiori e di conseguenza marginalità di errore minori, risulterebbero inadeguati con una bassa numerosità campionaria come quella del campione in oggetto.¹⁰¹

Pearson's Chi-square Test

| | |
|--|--|
| <i>H0</i> | Le variabili non sono dipendenti Non vi è correlazione tra le variabili |
| <i>H1</i> | Le variabili sono dipendenti Vi è correlazione tra le variabili |
| <i>p.value</i> < α | Rifiuto l'ipotesi nulla Le variabili sono dipendenti |

Effettuiamo l'analisi per i diversi parametri, considerando prima quelli oggettivi e poi quelli soggetti a valutazione. La variabile obiettivo, Cash Concentration System's Adoption (CCS), è una variabile binomiale 0 (Not Adoption) – 1 (Adoption).

Lo scopo è quello di comprendere ed evidenziare se vi sia una correlazione positiva o negativa tra le variabili indagate e la decisione di adottare o meno tale sistema da parte dei diversi gruppi

¹⁰¹ PLACKETT, R.L., 1983. *Karl Pearson & the Chi-Squared Test in International Statistical Review*. Longman Group Limited, Great Britain, p. 59-72.

aziendali.¹⁰²

Per l'analisi consideriamo generalmente coloro i quali intendono implementare il sistema in futuro come soggetti non adottanti, poiché si ricerca l'influenza di alcuni fattori sulle scelte del gruppo avvenute fino al momento d'indagine.

Per l'analisi sui parametri oggettivi, il test verrà ripetuto una seconda volta comprendendo tra i soggetti adottanti anche coloro i quali considerano l'adozione tra i loro programmi futuri poiché, evidentemente, le caratteristiche strutturali del gruppo sembrano poterlo permettere.

Assunzioni

- ✓ Ogni società è stata considerata appartenente ad un gruppo come holding, sub-holding o controllata. Soprattutto in merito alle società cd sub-holding, è stato considerato il sotto-gruppo di società in cui il soggetto vi appartiene in qualità di capogruppo. Questo al fine di evitare problematiche relativamente alla variabile indagata, in quanto molteplici possono risultare gli schemi di gestione finanziaria adottata soprattutto da parte delle grandi multinazionali.
- ✓ La capogruppo è stata generalmente considerata come il livello centrale e direzionale presso cui si accentrano le varie funzioni.
- ✓ Il campione considerato è prodotto da un'auto-selezione della popolazione di riferimento (cd *self-selection bias*). A tal proposito, si tenga in considerazione che diverse variabili soggette a valutazione possono risultare omogenee rispetto al campione e/o differenti dalla prassi.

¹⁰² Nonostante si consideri la decisione di accentramento assunta a livello centrale dalla holding, le domande sono rivolte anche a società che possono essere soggette a controllo in qualità di controllate e non di capogruppo. In ogni caso, come indicato nei capitoli precedenti, per acconsentire all'adozione di determinati sistemi, deve essere sottoscritto un apposito contratto tra le società. Di conseguenza si assume che tutte le società facenti parte del gruppo siano consapevoli e favorevoli all'adozione del sistema scelto.

4.3.1. Parametri strutturali e oggettivi

- a) Cash Concentration System's Adoption: 0 (Not Adoption; Future Plans) – 1 (Adoption)
- b) Cash Concentration System's Adoption: 0 (Not Adoption) – 1 (Adoption; Future Plans)

- **Sector**

Il settore di appartenenza delle diverse società è stata raggruppato in due macro-settori: il settore secondario (metalmeccanico, siderurgico, manifatturiero, tessile, alimentare, chimico-farmaceutico) e quello terziario (servizi di consulenza, servizi pubblici, *utilities*, ristorazione, servizi finanziari, *technologies*). Quest'ultimo comprende sia il tradizionale settore terziario composto dalle classiche prestazioni di servizio quali i servizi commerciali, i trasporti, il settore alberghiero e così via, sia il c.d. terziario avanzato o quaternario, il quale raggruppa le attività economiche di servizi sviluppati negli ultimi decenni soprattutto ad elevato valore aggiunto tecnologico (ICT).

Si ritiene che il campione sia ben rappresentativo anche per la differenziazione di prodotto o servizio all'interno del medesimo settore di appartenenza.

| Secondary Sector | Tertiary & Technological Sector |
|------------------|---------------------------------|
| Alimentare | Ambiente Pubblico |
| Carta e cartone | Consulenza |
| Chimico | Editoria |
| Edile | Energia |
| Editoria | GDO |
| Farmaceutico | IT Manufacturing |
| Gomma | Postale |
| Lapideo | Ristorazione |
| Legno | Servizi Finanziari |
| Manifatturiero | Trasporto Pubblico |
| Metalmeccanico | |
| Packaging | |
| Siderurgico | |
| Tessile | |

a) Al livello di significatività 0,1 le variabili non risultano correlate.

| | | | |
|---|---------------------------------------|-----------|----------------|
| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
| Pearson's Chi-square Test | 2.884 | 1 | 0.89 |
| <i>p.value > α (10%)</i> | Le variabili sono indipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration's Adoption * Sector | | | | |
|--|-------------|------------------|-----------------|--------|
| Cash Concentration System | | Sector | | Totale |
| | | Secondary Sector | Tertiary Sector | |
| No | Conteggio | 21 | 14 | 35 |
| | % in Sector | 70.0% | 48.3% | 59.3% |
| Yes | Conteggio | 9 | 15 | 24 |
| | % in Sector | 30.0% | 51.7% | 40.7% |
| Totale | Conteggio | 30 | 29 | 59 |
| | % in Sector | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

b) Al livello di significatività 0,1 le variabili non risultano correlate

| | | | |
|---|---------------------------------------|-----------|----------------|
| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
| Pearson's Chi-square Test | 0.461 | 1 | 0.497 |
| <i>p.value > α (10%)</i> | Le variabili sono indipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration's Adoption * Sector | | | | |
|--|-------------|------------------|-----------------|--------|
| Cash Concentration System | | Sector | | Totale |
| | | Secondary Sector | Tertiary Sector | |
| No | Conteggio | 14 | 11 | 25 |
| | % in Sector | 46.7% | 37.9% | 42.4% |
| Yes | Conteggio | 16 | 18 | 34 |
| | % in Sector | 53.3% | 62.1% | 57.6% |
| Totale | Conteggio | 30 | 29 | 59 |
| | % in Sector | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

- **Group Revenue**

Il fatturato del gruppo è il primo parametro dimensionale analizzato. Al fine di rendere coerente e corretta l'analisi del campione è stato deciso di suddividerlo in due classi: maggiore o minore di 100 milioni di euro.

a) Al livello di significatività 0,1 le variabili risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|----------------------------------|-------------------------------------|-----------|----------------|
| Pearson's Chi-square Test | 6.189 | 1 | 0.013 |
| <i>p.value < α (10%)</i> | Le variabili sono dipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration's Adoption * Group Revenue | | | | |
|--|-----------------|----------------------|-----------|---------------|
| Cash Concentration System | | Group Revenue | | Totale |
| | | 100 mln - | 100 mln + | |
| No | Conteggio | 15 | 20 | 35 |
| | % in Gr Revenue | 83.3% | 48.8% | 59.3% |
| Yes | Conteggio | 3 | 21 | 24 |
| | % in Gr Revenue | 16.7% | 51.2% | 40.7% |
| Totale | Conteggio | 18 | 41 | 59 |
| | % in Gr Revenue | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

b) Al livello di significatività 0,1 le variabili risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|----------------------------------|-------------------------------------|-----------|----------------|
| Pearson's Chi-square Test | 3.725 | 1 | 0.054 |
| <i>p.value < α (10%)</i> | Le variabili sono dipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration's Adoption * Group Revenue | | | | |
|---|-----------------|---------------|-----------|--------|
| Cash Concentration System | | Group Revenue | | Totale |
| | | 100 mln - | 100 mln + | |
| No | Conteggio | 11 | 14 | 25 |
| | % in Gr Revenue | 61.1% | 34.1% | 42.4% |
| Yes | Conteggio | 7 | 27 | 34 |
| | % in Gr Revenue | 38.9% | 65.9% | 57.6% |
| Totale | Conteggio | 18 | 41 | 59 |
| | % in Gr Revenue | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

- **Holding Type**

La tipologia di holding del gruppo come pura e finanziaria o industriale.

a) Al livello di significatività 0,1 le variabili risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|---|-------------------------------------|-----------|----------------|
| <i>Pearson's Chi-square Test</i> | 3.112 | 1 | 0.078 |
| <i>p.value < α (10%)</i> | Le variabili sono dipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration's Adoption * Holding Type | | | | |
|--|-------------------|----------------|------------|--------|
| Cash Concentration System | | Holding Type | | Totale |
| | | Pure/Financial | Industrial | |
| No | Conteggio | 6 | 29 | 35 |
| | % in Holding Type | 40.0% | 65.9% | 59.3% |
| Yes | Conteggio | 9 | 15 | 24 |
| | % in Holding Type | 60.0% | 34.1% | 40.7% |
| Totale | Conteggio | 15 | 44 | 59 |
| | % in Holding Type | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

b) Al livello di significatività 0,1 le variabili non risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|---|---------------------------------------|-----------|----------------|
| <i>Pearson's Chi-square Test</i> | 0.673 | 1 | 0.412 |
| <i>p.value > α (10%)</i> | Le variabili sono indipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration's Adoption * Holding Type | | | | |
|---|-------------------|-----------------------|-------------------|---------------|
| | | Holding Type | | Totale |
| Cash Concentration System | | Pure/Financial | Industrial | |
| No | Conteggio | 5 | 20 | 25 |
| | % in Holding Type | 33.3% | 45.5% | 42.4% |
| Yes | Conteggio | 10 | 24 | 34 |
| | % in Holding Type | 66.7% | 54.5% | 57.6% |
| Totale | Conteggio | 15 | 44 | 59 |
| | % in Holding Type | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

- **N. Companies**

Il numero delle società facenti parte del gruppo è un'altra variabile dimensionale come il fatturato. Al fine di rendere coerente e corretta l'analisi del campione è stato deciso di suddividerla in tre classi: 1-5 società, 6-20 società, più di 20 società.

a) Al livello di significatività 0,1 le variabili risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|---|-------------------------------------|-----------|----------------|
| <i>Pearson's Chi-square Test</i> | 18.173 | 2 | 0.000 |
| <i>p.value < α (10%)</i> | Le variabili sono dipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration's Adoption * N. Companies | | | | | |
|--|-------------------|--------------|--------|--------|--------|
| Cash Concentration System | | N. Companies | | | Totale |
| | | 1-5 | 6-20 | 20+ | |
| No | Conteggio | 17 | 15 | 3 | 35 |
| | % in N. Companies | 89.5% | 62.5% | 18.8% | 59.3% |
| Yes | Conteggio | 2 | 9 | 13 | 24 |
| | % in N. Companies | 10.5% | 37.5% | 81.3% | 40.7% |
| Totale | Conteggio | 19 | 24 | 16 | 59 |
| | % in N. Companies | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

b) Al livello di significatività 0,1 le variabili risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|---|-------------------------------------|-----------|----------------|
| <i>Pearson's Chi-square Test</i> | 13.709 | 2 | 0.001 |
| <i>p.value < α (10%)</i> | Le variabili sono dipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration's Adoption * N. Companies | | | | | |
|--|-------------------|--------------|--------|--------|--------|
| Cash Concentration System | | N. Companies | | | Totale |
| | | 1-5 | 6-20 | 20+ | |
| No | Conteggio | 14 | 9 | 2 | 25 |
| | % in N. Companies | 73.7% | 37.5% | 12.5% | 42.4% |
| Yes | Conteggio | 5 | 15 | 14 | 34 |
| | % in N. Companies | 26.3% | 62.5% | 87.5% | 57.6% |
| Totale | Conteggio | 19 | 24 | 16 | 59 |
| | % in N. Companies | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

- **N. Foreign Companies**

Il numero di società estere rappresenta un terzo parametro dimensionale che considera i rapporti internazionali interni al gruppo. Il campione è stato suddiviso in due classi: numero di società estere minore o maggiore del 50% delle società del gruppo. La suddivisione è avvenuta normalizzando i dati presenti nel campione e aggiungendo, alle sub-holding un fattore che tenesse conto dell'eventuale grado di internazionalizzazione.

a) Al livello di significatività 0,1 le variabili non risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|----------------------------------|---------------------------------------|-----------|----------------|
| Pearson's Chi-square Test | 1.919 | 1 | 0.166 |
| <i>p.value > α (10%)</i> | Le variabili sono indipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration's Adoption * % Foreign Companies | | | | |
|--|-------------------|----------------------------|----------------|---------------|
| | | % Foreign Companies | | Totale |
| Cash Concentration System | | 0-50% | 51-100% | |
| No | Conteggio | 21 | 14 | 35 |
| | % in % Foreign Co | 67.7% | 50.0% | 59.3% |
| Yes | Conteggio | 10 | 14 | 24 |
| | % in % Foreign Co | 32.3% | 50.0% | 40.7% |
| Totale | Conteggio | 31 | 28 | 59 |
| | % in % Foreign Co | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

b) Al livello di significatività 0,1 le variabili non risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|----------------------------------|---------------------------------------|-----------|----------------|
| Pearson's Chi-square Test | 2.284 | 1 | 0.131 |
| <i>p.value > α (10%)</i> | Le variabili sono indipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration's Adoption * % Foreign Companies | | | | |
|--|-------------------|----------------------------|----------------|---------------|
| | | % Foreign Companies | | Totale |
| Cash Concentration System | | 0-50% | 51-100% | |
| No | Conteggio | 16 | 9 | 25 |
| | % in % Foreign Co | 51.6% | 32.1% | 42.4% |
| Yes | Conteggio | 15 | 19 | 34 |
| | % in % Foreign Co | 48.4% | 67.9% | 57.6% |
| Totale | Conteggio | 31 | 28 | 59 |
| | % in % Foreign Co | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

- **N. Same Sector Companies**

Il numero di società che svolgono attività nel medesimo settore all'interno di uno stesso gruppo è l'ultimo parametro dimensionale indagato. Questo viene suddiviso in due classi: numero di società che svolgono attività affine minore o maggiore dell'85% delle società del gruppo.

a) Al livello di significatività 0,1 le variabili non risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|---|---------------------------------------|-----------|----------------|
| <i>Pearson's Chi-square Test</i> | 2.222 | 1 | 0.136 |
| <i>p.value > α (10%)</i> | Le variabili sono indipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration's Adoption * % Same Sector Companies | | | | |
|--|--------------------|--------------------------------|---------------|---------------|
| | | % Same Sector Companies | | Totale |
| Cash Concentration System | | 0-30% | 31-85% | |
| No | Conteggio | 17 | 18 | 35 |
| | % in % Same Sector | 70.8% | 51.4% | 59.3% |
| Yes | Conteggio | 7 | 17 | 24 |
| | % in % Same Sector | 29.2% | 48.6% | 40.7% |
| Totale | Conteggio | 24 | 35 | 59 |
| | % in % Same Sector | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

b) Al livello di significatività 0,1 le variabili non risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|---|---------------------------------------|-----------|----------------|
| <i>Pearson's Chi-square Test</i> | 2.305 | 1 | 0.129 |
| <i>p.value > α (10%)</i> | Le variabili sono indipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration's Adoption * % Same Sector Companie | | | | |
|--|--------------------|-------------------------|--------|--------|
| | | % Same Sector Companies | | Totale |
| Cash Concentration System | | 0-30% | 31-85% | |
| No | Conteggio | 13 | 12 | 25 |
| | % in % Same Sector | 54.2% | 34.3% | 42.4% |
| Yes | Conteggio | 11 | 23 | 34 |
| | % in % Same Sector | 45.8% | 65.7% | 57.6% |
| Totale | Conteggio | 24 | 35 | 59 |
| | % in % Same Sector | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

- **Control**

Le variabili Control definiscono le tecniche di acquisizione del controllo all'interno dei gruppi.

Le risposte pervenute indicano i seguenti risultati.

| <i>% Sample</i> | <i>Acquisit Part</i> | <i>NewCo</i> | <i>Transmit Part</i> | <i>Spin-Off</i> |
|---------------------|----------------------|--------------|----------------------|-----------------|
| <i>Take Control</i> | 73% | 63% | 25% | 15% |

Si è chiesto di considerare le modalità con le quali la capogruppo ha acquisito il controllo su tutte le società, di conseguenza ne poteva essere indicata più di una.

- **Control: Acquisition of Participations**

Acquisizione di partecipazioni di società esistente.

a) Al livello di significatività 0,1 le variabili risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|---|------------------------------|-----------|----------------|
| <i>Pearson's Chi-square Test</i> | 7.223 | 1 | 0.007 |
| <i>p.value < α (10%)</i> | Le variabili sono dipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration's Adoption * Contr Acquisit Partecip | | | | |
|---|---------------------|-------------------------|--------|--------|
| Cash Concentration System | | Contr Acquisit Partecip | | Totale |
| | | No | Yes | |
| No | Conteggio | 14 | 21 | 35 |
| | % in Contr Acq Part | 87.5% | 48.8% | 59.3% |
| Yes | Conteggio | 2 | 22 | 24 |
| | % in Contr Acq Part | 12.5% | 51.2% | 40.7% |
| Totale | Conteggio | 16 | 43 | 59 |
| | % in Contr Acq Part | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

b) Al livello di significatività 0,1 le variabili non risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|----------------------------------|--------------------------------|-----------|----------------|
| <i>Pearson's Chi-square Test</i> | 3.642 | 1 | 0.56 |
| <i>p.value > α (10%)</i> | Le variabili sono indipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration's Adoption * Contr Acquisit Partecip | | | | |
|---|---------------------|-------------------------|--------|--------|
| Cash Concentration System | | Contr Acquisit Partecip | | Totale |
| | | No | Yes | |
| No | Conteggio | 10 | 15 | 25 |
| | % in Contr Acq Part | 62.5% | 34.9% | 42.4% |
| Yes | Conteggio | 6 | 28 | 34 |
| | % in Contr Acq Part | 37.5% | 65.1% | 57.6% |
| Totale | Conteggio | 16 | 43 | 59 |
| | % in Contr Acq Part | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

- **Control: New Companies**

Costituzione di nuova società.

a) Al livello di significatività 0,1 le variabili non risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|----------------------------------|---------------------------------------|-----------|----------------|
| <i>Pearson's Chi-square Test</i> | 0.001 | 1 | 0.978 |
| <i>p.value > α (10%)</i> | Le variabili sono indipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration's Adoption * Contr NewCo | | | | |
|--|------------------|--------------------|------------|---------------|
| | | Contr NewCo | | Totale |
| Cash Concentration System | | No | Yes | |
| No | Conteggio | 13 | 22 | 35 |
| | % in Contr NewCo | 59.1% | 59.5% | 59.3% |
| Yes | Conteggio | 9 | 15 | 24 |
| | % in Contr NewCo | 40.9% | 40.5% | 40.7% |
| Totale | Conteggio | 22 | 37 | 59 |
| | % in Contr NewCo | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

b) Al livello di significatività 0,1 le variabili non risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|----------------------------------|---------------------------------------|-----------|----------------|
| <i>Pearson's Chi-square Test</i> | 2.129 | 1 | 0.145 |
| <i>p.value > α (10%)</i> | Le variabili sono indipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration's Adoption * Contr NewCo | | | | |
|--|------------------|--------------------|------------|---------------|
| | | Contr NewCo | | Totale |
| Cash Concentration System | | No | Yes | |
| No | Conteggio | 12 | 13 | 25 |
| | % in Contr NewCo | 54.5% | 35.1% | 42.4% |
| Yes | Conteggio | 10 | 24 | 34 |
| | % in Contr NewCo | 45.5% | 64.9% | 57.6% |
| Totale | Conteggio | 22 | 37 | 59 |
| | % in Contr NewCo | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

- **Control: Transmission of Participation**

Conferimento di partecipazioni.

a) Al livello di significatività 0,1 le variabili non risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|----------------------------------|---------------------------------------|-----------|----------------|
| Pearson's Chi-square Test | 1.335 | 1 | 0.248 |
| <i>p.value > α (10%)</i> | Le variabili sono indipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration's Adoption * Contr Transmit Particip | | | | |
|--|----------------------|--------------------------------|--------|---------------|
| Cash Concentration System | | Contr Transmit Particip | | Totale |
| | | No | Yes | |
| No | Conteggio | 28 | 7 | 35 |
| | % in Contr Tran Part | 63.6% | 46.7% | 59.3% |
| Yes | Conteggio | 16 | 8 | 24 |
| | % in Contr Tran Part | 36.4% | 53.3% | 40.7% |
| Totale | Conteggio | 44 | 15 | 59 |
| | % in Contr Tran Part | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

b) Al livello di significatività 0,1 le variabili non risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|----------------------------------|---------------------------------------|-----------|----------------|
| Pearson's Chi-square Test | 0.046 | 1 | 0.829 |
| <i>p.value > α (10%)</i> | Le variabili sono indipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration's Adoption * Contr Transmit Particip | | | | |
|--|----------------------|--------------------------------|--------|---------------|
| Cash Concentration System | | Contr Transmit Particip | | Totale |
| | | No | Yes | |
| No | Conteggio | 19 | 6 | 25 |
| | % in Contr Tran Part | 43.2% | 40.0% | 42.4% |
| Yes | Conteggio | 25 | 9 | 34 |
| | % in Contr Tran Part | 56.8% | 60.0% | 57.6% |
| Totale | Conteggio | 44 | 15 | 59 |
| | % in Contr Tran Part | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

- **Control: Spin-Off**

Controllo raggiunto mediante scorporo di rami aziendali da parte della capogruppo.

L'analisi non è stata possibile per la scarsa numerosità del campione.

• **Object**

Le variabili Object definiscono le finalità sottostanti al processo di consolidamento ovvero a quali vantaggi aspirava la capogruppo nella decisione di acquisire il controllo sulle società.

Le risposte pervenute indicano i seguenti risultati.

| <i>%Sample</i> | <i>Less Risk</i> | <i>Economies</i> | <i>Fin&Fisc Adv</i> | <i>Dimension</i> |
|--------------------|------------------|------------------|-------------------------|------------------|
| <i>Obj Control</i> | 24% | 61% | 32% | 63% |

Si è chiesto di considerare tutte le finalità sottostanti all'acquisizione del controllo da parte della capogruppo, di conseguenza ne poteva essere indicata più di una.

- **Object: Less Risk**

Diminuzione del rischio (*leverage* finanziario, differenziazione di attività-prodotto-mercato...).

a) Al livello di significatività 0,1 le variabili non risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|---|---------------------------------------|-----------|----------------|
| <i>Pearson's Chi-square Test</i> | 0.187 | 1 | 0.665 |
| <i>p.value > α (10%)</i> | Le variabili sono indipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration's Adoption * Obj Less Risk | | | | |
|---|--------------------|---------------|--------|--------|
| Cash Concentration System | | Obj Less Risk | | Totale |
| | | No | Yes | |
| No | Conteggio | 26 | 9 | 35 |
| | % in Obj Less Risk | 57.8% | 64.3% | 59.3% |
| Yes | Conteggio | 19 | 5 | 24 |
| | % in Obj Less Risk | 42.2% | 35.7% | 40.7% |
| Totale | Conteggio | 45 | 14 | 59 |
| | % in Obj Less Risk | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

b) Al livello di significatività 0,1 le variabili non risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|----------------------------------|---------------------------------------|-----------|----------------|
| <i>Pearson's Chi-square Test</i> | 0.002 | 1 | 0.967 |
| <i>p.value > α (10%)</i> | Le variabili sono indipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration's Adoption * Obj Less Risk | | | | |
|---|--------------------|---------------|--------|--------|
| Cash Concentration System | | Obj Less Risk | | Totale |
| | | No | Yes | |
| No | Conteggio | 19 | 6 | 25 |
| | % in Obj Less Risk | 42.2% | 42.9% | 42.4% |
| Yes | Conteggio | 26 | 8 | 34 |
| | % in Obj Less Risk | 57.8% | 57.1% | 57.6% |
| Totale | Conteggio | 45 | 14 | 59 |
| | % in Obj Less Risk | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

- **Object: Economies**

Sfruttamento delle economie di scala e di raggio d'azione per razionalizzare i costi operativi.

a) Al livello di significatività 0,1 le variabili non risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|---|---------------------------------------|-----------|----------------|
| <i>Pearson's Chi-square Test</i> | 3.326 | 1 | 0.68 |
| <i>p.value > α (10%)</i> | Le variabili sono indipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration's Adoption * Obj Economies | | | | |
|--|--------------------|----------------------|------------|---------------|
| | | Obj Economies | | Totale |
| Cash Concentration System | | No | Yes | |
| No | Conteggio | 17 | 18 | 35 |
| | % in Obj Economies | 73.9% | 50.0% | 59.3% |
| Yes | Conteggio | 6 | 18 | 24 |
| | % in Obj Economies | 26.1% | 50.0% | 40.7% |
| Totale | Conteggio | 23 | 36 | 59 |
| | % in Obj Economies | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

b) Al livello di significatività 0,1 le variabili risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|---|-------------------------------------|-----------|----------------|
| <i>Pearson's Chi-square Test</i> | 5.281 | 1 | 0.022 |
| <i>p.value < α (10%)</i> | Le variabili sono dipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration's Adoption * Obj Economies | | | | |
|--|--------------------|----------------------|------------|---------------|
| | | Obj Economies | | Totale |
| Cash Concentration System | | No | Yes | |
| No | Conteggio | 14 | 11 | 25 |
| | % in Obj Economies | 60.9% | 30.6% | 42.4% |
| Yes | Conteggio | 9 | 25 | 34 |
| | % in Obj Economies | 39.1% | 69.4% | 57.6% |
| Totale | Conteggio | 23 | 36 | 59 |
| | % in Obj Economies | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

- **Object: Financial & Fiscal Advantages**

Vantaggi finanziari e fiscali.

a) Al livello di significatività 0,1 le variabili risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|----------------------------------|---------------------------------------|-----------|----------------|
| Pearson's Chi-square Test | 3.442 | 1 | 0.64 |
| <i>p.value > α (10%)</i> | Le variabili sono indipendenti | | |

| Cash Concentration System | | Obj Fin&Fisc Advantages | | Totale |
|----------------------------------|----------------------|------------------------------------|--------|---------------|
| | | No | Yes | |
| No | Conteggio | 27 | 8 | 35 |
| | % in Obj FinFisc Adv | 67.5% | 42.1% | 59.3% |
| Yes | Conteggio | 13 | 11 | 24 |
| | % in Obj FinFisc Adv | 32.5% | 57.9% | 40.7% |
| Totale | Conteggio | 40 | 19 | 59 |
| | % in Obj FinFisc Adv | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

b) Al livello di significatività 0,1 le variabili non risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|----------------------------------|---------------------------------------|-----------|----------------|
| Pearson's Chi-square Test | 1.337 | 1 | 0.248 |
| <i>p.value > α (10%)</i> | Le variabili sono indipendenti | | |

| Cash Concentration System | | Obj Fin&Fisc Advantages | | Totale |
|----------------------------------|----------------------|------------------------------------|--------|---------------|
| | | No | Yes | |
| No | Conteggio | 19 | 6 | 25 |
| | % in Obj FinFisc Adv | 47.5% | 31.6% | 42.4% |
| Yes | Conteggio | 21 | 13 | 34 |
| | % in Obj FinFisc Adv | 52.5% | 68.4% | 57.6% |
| Totale | Conteggio | 40 | 19 | 59 |
| | % in Obj FinFisc Adv | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

- **Object: Dimension**

Aumento delle dimensioni aziendali e acquisizione di quote di mercato.

a) Al livello di significatività 0,1 le variabili risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|---|------------------------------|-----------|----------------|
| <i>Pearson's Chi-square Test</i> | 7.357 | 1 | 0.007 |
| <i>p.value < α (10%)</i> | Le variabili sono dipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration's Adoption * Obj Dimension | | | | |
|--|--------------------|----------------------|--------|---------------|
| | | Obj Dimension | | Totale |
| Cash Concentration System | | No | Yes | |
| No | Conteggio | 18 | 17 | 35 |
| | % in Obj Dimension | 81.8% | 45.9% | 59.3% |
| Yes | Conteggio | 4 | 20 | 24 |
| | % in Obj Dimension | 18.2% | 54.1% | 40.7% |
| Totale | Conteggio | 22 | 37 | 59 |
| | % in Obj Dimension | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

b) Al livello di significatività 0,1 le variabili risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|---|------------------------------|-----------|----------------|
| <i>Pearson's Chi-square Test</i> | 9.570 | 1 | 0.002 |
| <i>p.value < α (10%)</i> | Le variabili sono dipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration's Adoption * Obj Dimension | | | | |
|--|--------------------|----------------------|--------|---------------|
| | | Obj Dimension | | Totale |
| Cash Concentration System | | No | Yes | |
| No | Conteggio | 15 | 10 | 25 |
| | % in Obj Dimension | 68.2% | 27.0% | 42.4% |
| Yes | Conteggio | 7 | 27 | 34 |
| | % in Obj Dimension | 31.8% | 73.0% | 57.6% |
| Totale | Conteggio | 22 | 37 | 59 |
| | % in Obj Dimension | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

- **N. Centralized Functions**

Per il numero di funzioni centralizzate si rimanda all'analisi svolta nel precedente paragrafo. Nella presente analisi il campione è stato suddiviso in due classi, a seconda che il gruppo accentri o meno più di 4 funzioni.

a) Al livello di significatività 0,1 le variabili non risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|----------------------------------|---------------------------------------|-----------|----------------|
| <i>Pearson's Chi-square Test</i> | 2.315 | 1 | 0.128 |
| <i>p.value > α (10%)</i> | Le variabili sono indipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration's Adoption * N. Centr Functions | | | | |
|---|---------------------|---------------------------|-----------|---------------|
| | | N. Centr Functions | | Totale |
| Cash Concentration System | | 4- | 4+ | |
| No | Conteggio | 18 | 8 | 26 |
| | % in N. Centr Funct | 62.1% | 40.0% | 53.1% |
| Yes | Conteggio | 11 | 12 | 23 |
| | % in N. Centr Funct | 37.9% | 60.0% | 46.9% |
| Totale | Conteggio | 29 | 20 | 49 |
| | % in N. Centr Funct | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

b) Al livello di significatività 0,1 le variabili non risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|----------------------------------|---------------------------------------|-----------|----------------|
| <i>Pearson's Chi-square Test</i> | 2.002 | 1 | 0.157 |
| <i>p.value > α (10%)</i> | Le variabili sono indipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration's Adoption * N. Centr Functions | | | | |
|--|---------------------|--------------------|--------|--------|
| | | N. Centr Functions | | Totale |
| Cash Concentration System | | 4- | 4+ | |
| No | Conteggio | 13 | 5 | 18 |
| | % in N. Centr Funct | 44.8% | 25.0% | 36.7% |
| Yes | Conteggio | 16 | 15 | 31 |
| | % in N. Centr Funct | 55.2% | 75.0% | 63.3% |
| Totale | Conteggio | 29 | 20 | 49 |
| | % in N. Centr Funct | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

4.3.2. Parametri soggetti a valutazione

Cash Concentration System's Adoption: 0 (Not Adoption; Future Plans) – 1 (Adoption)

- **Influence**

Di seguito verrà analizzata la correlazione di alcuni fattori, per cui è stato chiesto di attribuire un punteggio da 0 a 2 (Not Very Relevant; Quite Relevant; Very Relevant), con la variabile obiettivo scelta. Si tratta principalmente di influenze relativamente ai rapporti con gli intermediari e con gli organi direttivi del gruppo.

- **Influence: Bank Tools**

Strumenti offerti dagli intermediari quali servizi di incasso e pagamento (cd servizi di *cash management*), servizi di finanziamento e investimento, contrattualistica specifica relativamente ai rapporti infragruppo. Tra questi viene considerata anche l'assistenza al cliente durante la fornitura del servizio.

Al livello di significatività 0,1 le variabili risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|---|-------------------------------------|-----------|----------------|
| <i>Pearson's Chi-square Test</i> | 5.075 | 2 | 0.079 |
| <i>p.value < α (10%)</i> | Le variabili sono dipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration System's Adoption * Infl Bank Tools | | | | | |
|---|--------------------|--------------------------|-----------------------|----------------------|---------------|
| | | Infl Bank Tools | | | Totale |
| Cash Concentration System | | Not Very Relevant | Quite Relevant | Very Relevant | |
| No | Conteggio | 11 | 20 | 4 | 35 |
| | % in Infl Bk Tools | 57.9% | 71.4% | 33.3% | 59.3% |
| Yes | Conteggio | 8 | 8 | 8 | 24 |
| | % in Infl Bk Tools | 42.1% | 28.6% | 66.7% | 40.7% |
| Totale | Conteggio | 19 | 28 | 12 | 59 |
| | % in Infl Bk Tools | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

- Influence: Group Management

Direttive imposte dal vertice (holding management) in merito alla gestione della liquidità attraverso regolamenti interni e/o l'utilizzo di processi standardizzati.

Al livello di significatività 0,1 le variabili non risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|---|---------------------------------------|-----------|----------------|
| <i>Pearson's Chi-square Test</i> | 0.248 | 2 | 0.883 |
| <i>p.value > α (10%)</i> | Le variabili sono indipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration System's Adoption * Infl Group Management | | | | | |
|---|--------------------|------------------------------|-----------------------|----------------------|---------------|
| | | Infl Group Management | | | Totale |
| Cash Concentration System | | Not Very Relevant | Quite Relevant | Very Relevant | |
| No | Conteggio | 6 | 12 | 17 | 35 |
| | % in Infl Gr Manag | 66.7% | 57.1% | 58.6% | 59.3% |
| Yes | Conteggio | 3 | 9 | 12 | 24 |
| | % in Infl Gr Manag | 33.3% | 42.9% | 41.4% | 40.7% |
| Totale | Conteggio | 9 | 21 | 29 | 59 |
| | % in Infl Gr Manag | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

- **Influence: Compliance**

Rilevanza dell'adeguamento alla normativa di settore sulla variabile obiettivo.

Al livello di significatività 0,1 le variabili non risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|----------------------------------|---------------------------------------|-----------|----------------|
| Pearson's Chi-square Test | 1.289 | 2 | 0.525 |
| <i>p.value > α (10%)</i> | Le variabili sono indipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration System's Adoption * Infl Compliance | | | | | |
|--|-----------------|-------------------|----------------|---------------|--------|
| Cash Concentration System | | Infl Compliance | | | Totale |
| | | Not Very Relevant | Quite Relevant | Very Relevant | |
| No | Conteggio | 8 | 11 | 16 | 35 |
| | % in Infl Compl | 72.7% | 61.1% | 53.3% | 59.3% |
| Yes | Conteggio | 3 | 7 | 14 | 24 |
| | % in Infl Compl | 27.3% | 38.9% | 46.7% | 40.7% |
| Totale | Conteggio | 11 | 18 | 30 | 59 |
| | % in Infl Compl | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

- **Influence: Change Bank**

Possibilità per le aziende di cambiare istituto di credito, con i relativi costi diretti e le relative tempistiche.

Al livello di significatività 0,1 le variabili non risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|----------------------------------|---------------------------------------|-----------|----------------|
| Pearson's Chi-square Test | 2.064 | 2 | 0.356 |
| <i>p.value > α (10%)</i> | Le variabili sono indipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration System's Adoption * Infl Change Bank | | | | | |
|---|---------------------|-------------------|----------------|---------------|--------|
| | | Infl Change Bank | | | Totale |
| Cash Concentration System | | Not Very Relevant | Quite Relevant | Very Relevant | |
| No | Conteggio | 20 | 11 | 4 | 35 |
| | % in Infl Change Bk | 66.7% | 47.8% | 66.7% | 59.3% |
| Yes | Conteggio | 10 | 12 | 2 | 24 |
| | % in Infl Change Bk | 33.3% | 52.2% | 33.3% | 40.7% |
| Totale | Conteggio | 30 | 23 | 6 | 59 |
| | % in Infl Change Bk | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

- Influence: Interest Rates

Il tasso di interesse come variabile guida nella decisione di utilizzare o meno un certo tipo di strumento finanziario. Si considera anche l'impatto fiscale del medesimo tasso.

Al livello di significatività 0,1 le variabili risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|---|-------------------------------------|-----------|----------------|
| Pearson's Chi-square Test | 7.247 | 2 | 0.014 |
| <i>p.value < α (10%)</i> | Le variabili sono dipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration System's Adoption * Infl Interest Rates | | | | | |
|--|---------------------|---------------------|----------------|---------------|--------|
| | | Infl Interest Rates | | | Totale |
| Cash Concentration System | | Not Very Relevant | Quite Relevant | Very Relevant | |
| No | Conteggio | 17 | 13 | 5 | 35 |
| | % in Infl Int Rates | 68.0% | 72.2% | 31.3% | 59.3% |
| Yes | Conteggio | 8 | 5 | 11 | 24 |
| | % in Infl Int Rates | 32.0% | 27.8% | 68.8% | 40.7% |
| Totale | Conteggio | 25 | 18 | 16 | 59 |
| | % in Infl Int Rates | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

- Influence: Implementation Costs

Costi di implementazione dei servizi finanziari: costi iniziali per reperire le risorse (risorse tangibili e intangibili quali risorse finanziarie e capitale umano) e costi ex-post di gestione del servizio.

Al livello di significatività 0,1 le variabili risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|---|-------------------------------------|-----------|----------------|
| <i>Pearson's Chi-square Test</i> | 8.577 | 2 | 0.014 |
| <i>p.value < α (10%)</i> | Le variabili sono dipendenti | | |

| | | Infl Implementation Costs | | | Totale |
|----------------------------------|-----------------|----------------------------------|-----------------------|----------------------|---------------|
| Cash Concentration System | | Not Very Relevant | Quite Relevant | Very Relevant | |
| No | Conteggio | 17 | 11 | 7 | 35 |
| | % in Infl Costs | 85.0% | 50.0% | 41.2% | 59.3% |
| Yes | Conteggio | 3 | 11 | 10 | 24 |
| | % in Infl Costs | 15.0% | 50.0% | 58.8% | 40.7% |
| Totale | Conteggio | 20 | 22 | 17 | 59 |
| | % in Infl Costs | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

- Influence: Culture

La cultura aziendale di gruppo si concretizza in modalità operative e processi standardizzati comunemente accettati all'interno delle società da diverse generazioni.

Al livello di significatività 0,1 le variabili non risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|---|---------------------------------------|-----------|----------------|
| <i>Pearson's Chi-square Test</i> | 0.347 | 2 | 0.841 |
| <i>p.value > α (10%)</i> | Le variabili sono indipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration System's Adoption * Infl Culture | | | | | |
|---|-------------------|-------------------|----------------|---------------|--------|
| Cash Concentration System | | Infl Culture | | | Totale |
| | | Not Very Relevant | Quite Relevant | Very Relevant | |
| No | Conteggio | 2 | 16 | 17 | 35 |
| | % in Infl Culture | 50.0% | 57.1% | 63.0% | 59.3% |
| Yes | Conteggio | 2 | 12 | 10 | 24 |
| | % in Infl Culture | 50.0% | 42.9% | 37.0% | 40.7% |
| Totale | Conteggio | 4 | 28 | 27 | 59 |
| | % in Infl Culture | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

- Influence: Knowledge

La conoscenza dei sistemi di gestione della liquidità come incentivo nell'implementazione dei più efficienti e moderni.

Al livello di significatività 0,1 le variabili risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|---|-------------------------------------|-----------|----------------|
| <i>Pearson's Chi-square Test</i> | 4.941 | 2 | 0.085 |
| <i>p.value < α (10%)</i> | Le variabili sono dipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration System's Adoption * Infl Knowledge | | | | | |
|---|----------------|-------------------|----------------|---------------|--------|
| Cash Concentration System | | Infl Knowledge | | | Totale |
| | | Not Very Relevant | Quite Relevant | Very Relevant | |
| No | Conteggio | 24 | 9 | 2 | 35 |
| | % in Infl Know | 52.2% | 90.0% | 66.7% | 59.3% |
| Yes | Conteggio | 22 | 1 | 1 | 24 |
| | % in Infl Know | 47.8% | 10.0% | 33.3% | 40.7% |
| Totale | Conteggio | 46 | 10 | 3 | 59 |
| | % in Infl Know | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

- Influence: Control's Conflicts

La sensibilità ai conflitti di controllo interni al gruppo da parte delle singole società.

Al livello di significatività 0,1 le variabili risultano correlate.

| | | | |
|---|-------------------------------------|-----------|----------------|
| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
| Pearson's Chi-square Test | 4.809 | 2 | 0.090 |
| <i>p.value < α (10%)</i> | Le variabili sono dipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration System's Adoption * Infl Control's Conflicts | | | | | |
|---|---------------------|--------------------------|----------------|---------------|--------|
| Cash Concentration System | | Infl Control's Conflicts | | | Totale |
| | | Not Very Relevant | Quite Relevant | Very Relevant | |
| No | Conteggio | 20 | 10 | 5 | 35 |
| | % in Infl Conflicts | 51.3% | 66.7% | 100.0% | 59.3% |
| Yes | Conteggio | 19 | 5 | 0 | 24 |
| | % in Infl Conflicts | 48.7% | 33.3% | 0.0% | 40.7% |
| Totale | Conteggio | 39 | 15 | 5 | 59 |
| | % in Infl Conflicts | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

- **Importance Group Cash Flow Forecast**

La predisposizione di un apposito sistema per il monitoro previsionale del *cash flow* di gruppo da parte della singola società.

Al livello di significatività 0,1 le variabili risultano correlate.

| | | | |
|---|-------------------------------------|-----------|----------------|
| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
| Pearson's Chi-square Test | 5.428 | 1 | 0.020 |
| <i>p.value < α (10%)</i> | Le variabili sono dipendenti | | |

| Tavola di contingenza CCS Adoption * Importance Group CFF | | | | |
|---|-----------------|----------------------|----------|--------|
| | | Importance Group CFF | | Totale |
| Cash Concentration System | | Not Very Imp | Very Imp | |
| No | Conteggio | 21 | 14 | 35 |
| | % in Imp Gr CFF | 75.0% | 45.2% | 59.3% |
| Yes | Conteggio | 7 | 17 | 24 |
| | % in Imp Gr CFF | 25.0% | 54.8% | 40.7% |
| Totale | Conteggio | 28 | 31 | 59 |
| | % in Imp Gr CFF | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

- **Bank Satisfaction**

La soddisfazione relativamente agli intermediari di appoggio e ai servizi offerti.

Al livello di significatività 0,1 le variabili non risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|----------------------------------|---------------------------------------|-----------|----------------|
| <i>Pearson's Chi-square Test</i> | 2.498 | 2 | 0.287 |
| <i>p.value > α (10%)</i> | Le variabili sono indipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration System's Adoption * Bank Satisfacton | | | | | |
|---|---------------------|--------------------|-----------|----------------|--------|
| | | Bank Satisfacton | | | Totale |
| Cash Concentration System | | Not Very Satisfied | Satisfied | Very Satisfied | |
| No | Conteggio | 8 | 17 | 10 | 35 |
| | % in Bk Satisfacton | 80.0% | 58.6% | 50.0% | 59.3% |
| Yes | Conteggio | 2 | 12 | 10 | 24 |
| | % in Bk Satisfacton | 20.0% | 41.4% | 50.0% | 40.7% |
| Totale | Conteggio | 10 | 29 | 20 | 59 |
| | % in Bk Satisfacton | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

- **Index Loans IC & Services IC**

Indice con il quale viene analizzato l'utilizzo di finanziamenti infragruppo (*loans IC*) e prestazioni si servizio infragruppo (*services IC*), da parte dei soggetti intervistati.

Si rimanda al paragrafo successivo per la costruzione dell'indice.

Al livello di significatività 0,1 le variabili non risultano correlate.

| | <i>Test Value</i> | <i>df</i> | <i>p.value</i> |
|---|---------------------------------------|-----------|----------------|
| Pearson's Chi-square Test | 0.012 | 1 | 0.914 |
| <i>p.value > α (10%)</i> | Le variabili sono indipendenti | | |

| Tavola di contingenza Cash Concentration's Adoption * Index Val Loans IC & Serv IC | | | | |
|---|---------------------|---|----------------|---------------|
| | | Index Val Loans IC & Serv IC | | Totale |
| Cash Concentration System | | 1-75% | 76-100% | |
| No | Conteggio | 18 | 17 | 35 |
| | % in Index LoanServ | 60.0% | 58.6% | 59.3% |
| Yes | Conteggio | 12 | 12 | 24 |
| | % in Index LoanServ | 40.0% | 41.4% | 40.7% |
| Totale | Conteggio | 30 | 29 | 59 |
| | % in Index LoanServ | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

4.4. Discussione

Di seguito vengono indicate e commentate le variabili correlate all'adozione del sistema da parte dei gruppi. Nelle tabelle, le variabili vengono inserite in ordine decrescente da quella più significativa a quella con un *p.value* più elevato, ma pur sempre minore del livello di significatività scelto (α), 10%.

➤ Parametri strutturali e oggettivi

E' possibile notare come risultino maggiormente significative le relazioni di dipendenza nel caso in cui non si considerino tra i soggetti adottanti anche coloro che intendono adottarlo in futuro, $p.value\ a) < p.value\ b)$. Questo potrebbe rispecchiare una necessità di cambiamento da parte dei soggetti che intendono implementarlo al fine di allinearsi al campione a). D'altra parte potrebbe, invece, segnalare l'ingresso di una nuova categoria di soggetti interessati, con

caratteristiche differenti dai primi. In ogni caso è stato deciso di condurre entrambe le analisi per confermare i risultati del campione a), alla luce dei cambiamenti futuri nel campione contenuti in b), dati dal passaggio dei potenziali adottanti tra gli adottanti ufficiali.

a) Cash Concentration System's Adoption: 0 (Not Adoption; Future Plans) – 1 (Adoption)

| <i>Variable</i> | <i>p.value</i> | <i>Value</i> | <i>CSS Adoption</i> |
|----------------------------------|----------------|-------------------|---------------------|
| 1) N. Companies | 0.000 | N. Companies 20 + | CCS Adoption |
| 2) Group Revenue | 0.013 | 100 mln + | CCS Adoption |
| 3) Object: Dimension | 0.007 | Yes | CCS Adoption |
| 4) Control: Acquisit Part | 0.007 | Yes | CCS Adoption |
| 5) Holding Type | 0.078 | Pure/ Financial | CCS Adoption |

b) Cash Concentration System's Adoption: 0 (Not Adoption) – 1 (Adoption; Future Plans)

| <i>Variable</i> | <i>p.value</i> | <i>Value</i> | <i>CSS Adoption</i> |
|-----------------------------|----------------|-------------------|---------------------|
| 1) N. Companies | 0.001 | N. Companies 20 + | CCS Adoption |
| 2) Object: Dimension | 0.002 | Yes | CCS Adoption |
| 3) Object: Economies | 0.022 | Yes | CCS Adoption |
| 4) Group Revenue | 0.054 | 100 mln + | CCS Adoption |

L'elevato numero di società da parte dei soggetti adottanti, risulta essere in linea con un sistema in grado di uniformare e sfruttare a pieno la liquidità delle varie consociate, così riducendo il tasso di indebitamento bancario. Si consideri inoltre che non tutte le società devono utilizzare il sistema previsto, ma anche coloro che ne vengono escluse, possono usufruire dei vantaggi indiretti dati da una più efficiente gestione della liquidità.

I gruppi adottanti producono inoltre un fatturato annuo superiore ai 100 milioni di euro e utilizzano le sinergie reciproche per raggiungere nuovi mercati (Object: Dimension) e sfruttare le economie di scala e raggio d'azione offerte dalla logica di gruppo (Object: Economies).¹⁰³

Così come il numero di società coinvolte, il fatturato risulta essere un'altra variabile dimensionale importante per l'accentramento della liquidità. Quest'ultimo è presente all'interno di reti con un elevato volume d'affari, raggiunto grazie allo sfruttamento delle sinergie di gruppo. Risulta essere conveniente e produttivo in tali casi, in quanto è possibile ridurre il ricorso al finanziamento esterno e mantenere la liquidità all'interno del gruppo.

Inoltre qualora non si considerino tra i soggetti adottanti coloro i quali intendono implementare il sistema in futuro, il controllo sembra essere avvenuto attraverso acquisizione di partecipazioni da parte di una holding pura e finanziaria. Questo dato si presta all'interpretazione secondo cui la società che gestisce la tesoreria, ha il compito di ricorrere a metodi strategici e talvolta complessi per raggiungere i risultati più efficienti. A tal scopo, una holding pura, il cui *core business* coincide con la gestione finanziaria e patrimoniale delle società controllate, sarà facilitata all'accesso al sistema in questione.

Per quanto riguarda i parametri non significativi, è interessante notarne principalmente quattro.

In primo luogo il settore non sembra essere significativo a causa soprattutto dell'elevata differenziazione all'interno del campione. Nonostante l'accorpamento nei due macro-gruppi, Secondary & Tertiary Sector, la popolazione non risulta omogeneamente distribuita in base alla variabile obiettivo.

Tuttavia è possibile evidenziare tra i risultati ottenuti una frequenza di comportamento di alcuni settori. Ad esempio nel settore chimico-farmaceutico-tecnologico, 6 gruppi su 7 utilizzano una gestione accentrata della liquidità. Anche all'interno di alcune aree afferenti ai servizi si nota il

¹⁰³ DACCO', A., 2002. *L'accentramento della tesoreria nei gruppi di società*. Giuffrè Editore, Milano, p. 26 ss, secondo cui "La scelta di accentramento della funzione di tesoreria presso appositi organi può dipendere dalla presenza (o meno) di volumi di operatività adeguati in grado di agevolare la formazione di un *know-how* specializzato ed aggiornato. Solo la sussistenza di una certa massa critica è in grado di giustificare la transizione verso modelli sofisticati di gestione accentrata che – come è ovvio – implicano cospicui investimenti nei sistemi informativi interni, nelle procedure di gestione e di controllo e nelle risorse umane dedicate, tanto in termini quantitativi che qualitativi".

medesimo andamento come per le GDO e i servizi di tipo finanziario.

In questi casi la percentuale di adottanti risulta di gran lunga superiore alla media probabilmente a causa del tasso di innovatività e di tecnologia entro il settore.

In secondo luogo risultano variabili non significative, la percentuale di società estere e la percentuale di società che svolgono attività affine all'interno del campione.

Queste tre variabili, Sector, % Foreign Companies, % Same Sector Companies, possono ricondursi alla logica secondo cui, la gestione finanziaria della liquidità di gruppo, non deve necessariamente rispecchiare l'oggetto sociale e il settore di appartenenza delle consociate e neppure la presenza di eventuali società estere. Queste ultime possono infatti essere gestite separatamente o incluse nella gestione finanziaria domestica (per la rilevanza dei rischi di cambio vi sono apposite procedure sulle quali non sembra opportuno soffermarsi in tale sede).

Infine neppure il numero di funzioni accentrate risulta significativo ai fini dell'analisi condotta. Questo si giustifica per la costante presenza della funzione Finance & Control tra le aree oggetto di accentramento anche qualora i reparti coinvolti siano ridotti.¹⁰⁴

➤ Parametri soggetti a valutazione

Cash Concentration System's Adoption: 0 (Not Adoption; Future Plans) – 1 (Adoption)

| <i>Variable</i> | <i>p.value</i> | <i>Value</i> | <i>CSS Adoption</i> |
|---|----------------|---------------|---------------------|
| 1) Influence: Implementation Costs | 0.014 | Very Relevant | CCS Adoption |
| 2) Influence: Interest Rates | 0.027 | Very Relevant | CCS Adoption |
| 3) Influence: Bank Tools | 0.079 | Very Relevant | CCS Adoption |
| 4) Influence: Knowledge | 0.085 | Very Relevant | CCS Not Adoption |
| 5) Influence: Control's Conflicts | 0.090 | Very Relevant | CCS Adoption |

¹⁰⁴ Vedi paragrafo precedente per i dati sulle funzioni accentrate.

Al primo posto, tra le variabili soggette a valutazione, risultano esservi i costi di implementazione e di gestione del servizio. Qualora questi siano rilevanti per le società, il gruppo si orienta verso un modello di tipo *cash concentration*, a dimostrazione dei minori costi legati a quest'ultimo.

Analogamente tra i costi considerati rilevanti, vi sono quelli legati ai tassi di interesse. Anche in questo caso il campione più sensibile preferisce adottare l'accentramento dei conti presso un'unica società.

Anche gli strumenti bancari messi a disposizione dagli intermediari e la conoscenza del sistema da parte del gruppo, o dell'organo direttivo che assume le decisioni centrali, risultano essere significativi. Coloro i quali conferiscono maggior peso ai servizi offerti dalle banche di appoggio, sono soggetti adottanti all'interno dell'analisi, mentre coloro i quali attribuiscono maggior peso alla conoscenza dei sistemi non lo sono, probabilmente a causa dell'innovatività e della ancor scarsa diffusione.

Infine la sensibilità ai conflitti di controllo interni al gruppo da parte delle singole società influisce chiaramente nella decisione di demandare al vertice il controllo della liquidità.

| <i>Variable</i> | <i>p.value</i> | <i>Value</i> | <i>CSS Adoption</i> |
|-----------------------------|----------------|---------------|---------------------|
| <i>Importance Group CFF</i> | 0.020 | Very Relevant | CCS Adoption |

Significativa anche l'importanza attribuita dalla società al *cash flow* di gruppo. I soggetti cui sono sottoposti ad un sistema di tipo *cash concentration*, avvertono la necessità di controllare il flusso di liquidità globale, soprattutto holding e sub-holding verso cui confluiscono i flussi.

Vi sono poi parametri soggetti a valutazione, ma risultati non significativi, di cui è interessante notarne la mancata influenza. Si tratta delle variabili Influence Compliance e Influence Culture.

Per la prima variabile anche il gruppo London Stock Exchange Italy ha dimostrato come una società soggetta a stretta regolamentazione, come Eurotlx SIM Spa, possa utilizzare un sistema *cash pooling* di tipo *target balance* che permette una maggiore flessibilità. Questa potrebbe essere una valida ragione per cui l'adeguamento alla normativa non risulta vincolante nella gestione della liquidità attraverso un sistema di tipo *cash concentration*. Al contrario, sempre

l'esperienza di Borsa Italiana, ha dimostrato che alcune società regolamentate non possono vincolare la propria liquidità attraverso sistemi di tale genere, dovendo preferire altri strumenti come il prestito acceso da MTS Spa nei confronti della holding.

E' difficile che un campione così ridotto possa contenere diverse società soggette a stretta regolamentazione come avviene per il London Stock Exchange Group, possibile motivo della mancanza di correlazione tra le variabili.

In ultimo la cultura manageriale (Influence: Culture) non risulta essere correlata al sistema adottato così come le direttive provenienti dal vertice (Influence: Group Management). Questo poichè in larga misura, si tratta di caratteristiche intrinseche all'azienda. Nata e cresciuta con esse, ne hanno caratterizzato la storia e continueranno a farlo. Di conseguenza non sono variabili discriminative, ma elementi base di cui si tiene conto in tutte le società in modo uniforme.

➤ **Index Loans IC & Services IC**

Infine è interessante notare la non significatività dell'indice di utilizzo di finanziamenti e prestazioni di servizi all'interno del gruppo.

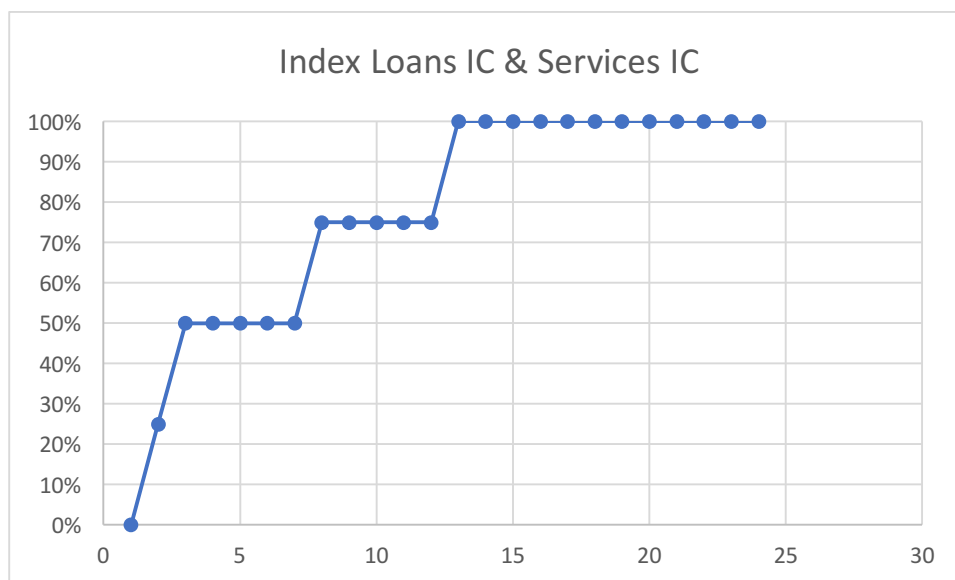
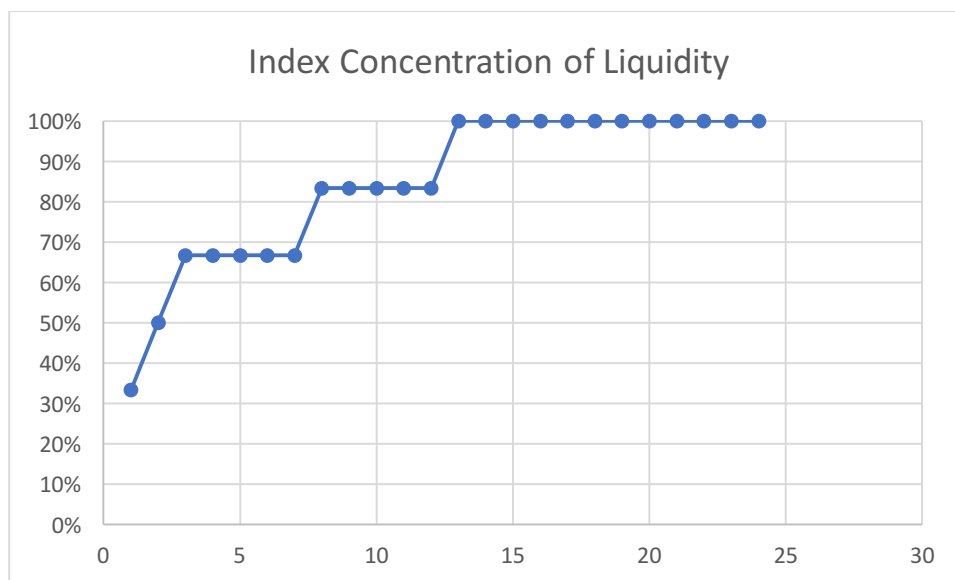
Il dato, assieme ai grafici sottostanti, come già accennato, esprime l'elevato utilizzo di questi strumenti sia da parte di chi adotta sistemi di *cash pooling*, sia da parte dei soggetti non adottanti.

Sono stati creati due indici al fine dell'analisi, il primo, Index Concentration of Liquidity, considera tutte e tre gli strumenti considerati per muovere la liquidità all'interno del gruppo, *cash pooling*, *loans e services*, il secondo solo gli ultimi due. Per far questo è stato considerato il punteggio attribuito dagli intervistati relativo all'utilizzo dei sistemi sopra citati (da 0 a 2 punti per ciascuno) ed è stato suddiviso per il grado di massimo utilizzo degli stessi (2*3 nel caso del primo indice, 2*2 nel caso del secondo).

Il peso degli strumenti sull'indice totale è stato attribuito in ugual misura. Nei grafici l'asse delle ascisse rappresenta il numero dei gruppi coinvolti mentre l'asse delle ordinate la percentuale di utilizzo dei sistemi.

→ CCS Adoption

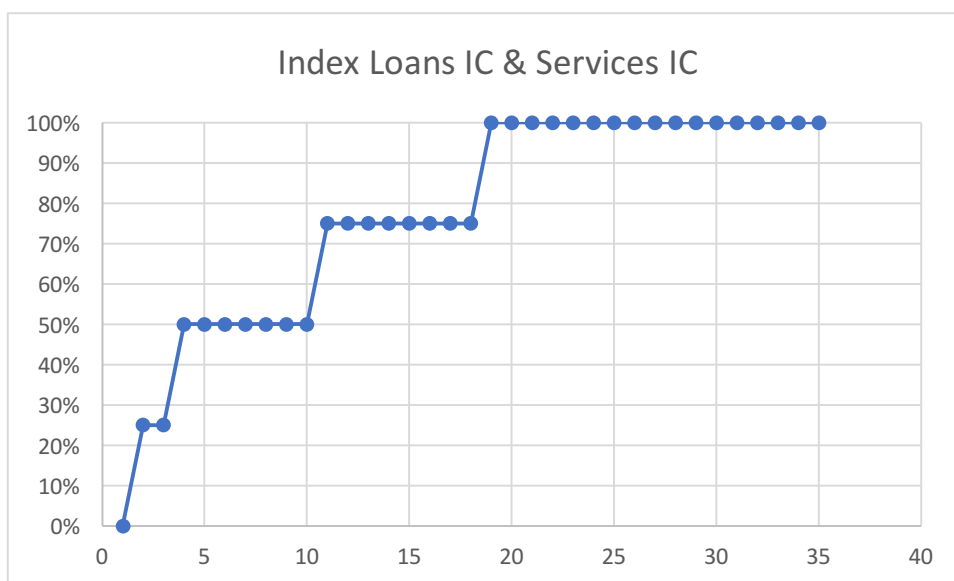
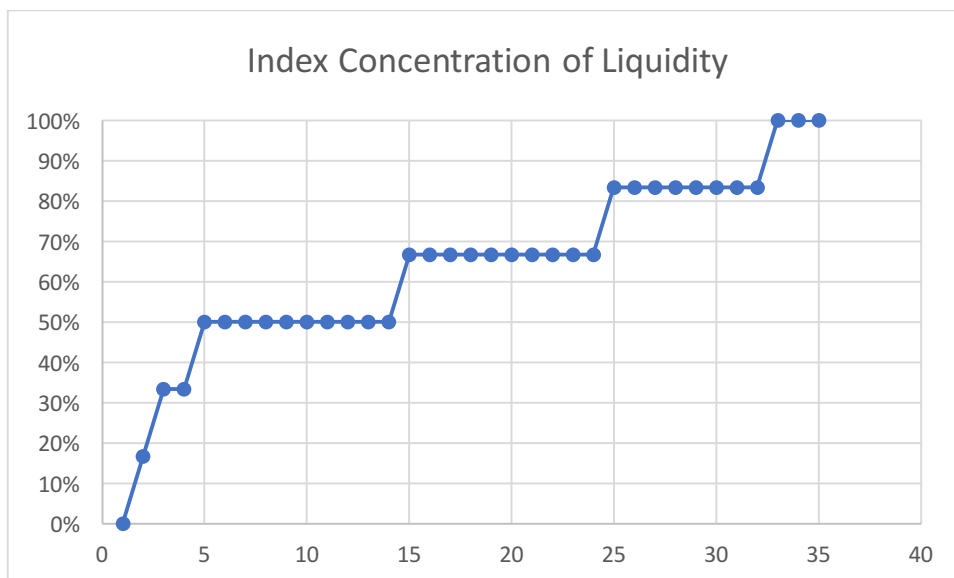
Per i soggetti adottanti l'indice globale di concentrazione non si attesta mai al di sotto del 33,3%. Come è facile intuire, i soggetti interessati hanno infatti attribuito il massimo del punteggio all'utilizzo del sistema di *cash pooling*. Tuttavia si può notare come anche gli altri due strumenti risultino ampiamente utilizzati.



→ CCS Not Adoption

Per i soggetti non adottanti è immediato notare il largo impiego di *loans IC* e *services IC* al fine di spostare la liquidità tra le società del gruppo. Il risultato sembra giustificato dalla mancanza

di altri strumenti idonei al fine perseguito, nonostante un più costoso sistema di gestione finanziaria. Tra questi vi è inoltre una ridotta percentuale di soggetti che utilizza un unico conto corrente *intercompany* per la gestione di incassi e pagamenti.¹⁰⁵



¹⁰⁵ Percentuale di soggetti che hanno indicato l'utilizzo di un sistema ibrido che si avvicina al sistema di *cash pooling*, ma con una grande differenza, la titolarità dei conti. In tali casi il conto corrente centrale viene infatti intestato alla capogruppo o al massimo cointestato fra più società.

Per queste ragioni non è molto diffuso e/o viene utilizzato solo per specifiche tipologie di servizio.

Concludendo l'analisi è possibile notare come, sia i finanziamenti tra consociate, sia le prestazioni di servizi infragruppo siano utilizzati in modo diffuso indipendentemente dalle due tipologie di soggetti, motivo per il quale la variabile Index Loans IC & Services IC non risulta correlata alla variabile Cash Concentration System's Adoption.

CONCLUSIONI

La funzione aziendale Finanza e Controllo risulta essere la prima area di attività oggetto di accentramento da parte dei gruppi. All'interno della funzione, ampio spazio viene dedicato alle attività di tesoreria, le quali vengono considerate oggi giorno attività ad alto valore aggiunto. Originariamente definita come centro di costo, nella moderna concezione la tesoreria evolve verso forme simili al centro di servizio e di profitto, impattando sulla gestione della pianificazione produttiva e sulla rotazione del capitale circolante netto.

Un'attenta pianificazione della liquidità infragruppo si rende necessaria al fine di sfruttare i benefici connessi alle sinergie tra le singole società e ridurre l'indebitamento bancario. Un sistema di tipo *cash concentration*, attraverso l'accentramento dei fondi presso un'unica società tesoriera, sembra risultare la base per una gestione unitaria e coerente a vantaggio del gruppo stesso.

Nonostante questi presupposti, numerose sono ancora le aziende che preferiscono mantenere l'autonomia della propria liquidità o quantomeno l'apparente proprietà dei fondi. Se il sistema di *cash pooling*, realizza un evidente e quotidiano passaggio dei fondi dalle società partecipanti alla *pooler*, il prestito infragruppo, realizza il medesimo passaggio, ma sulla base delle necessità della società beneficiaria. Sebbene con costi più elevati, quest'ultimo risulta il sistema ad oggi più utilizzato, a causa del minor vincolo di denaro rispetto all'ammontare totale detenuto nel conto. A tal proposito si ricordi infatti che un sistema di *cash pooling* di tipo *zero balance*, azzerava giornalmente il saldo delle società partecipanti, trasferendolo sul *pool account*. Al contrario il prestito di denaro, nonostante debba rispettare i tassi imposti dal regime dei prezzi di trasferimento, permette movimentazioni *one shot* di importo prestabilito.

Queste ed altre considerazioni hanno spinto diversi attori ad agire in giudizio contro gli amministratori delle società capogruppo con azione di responsabilità ex art. 2497 C.C. relativamente alla gestione accentrata della finanza di gruppo. Tuttavia la giurisprudenza ha dimostrato più volte l'insussistenza dei presupposti e la presenza di rilevanti vantaggi compensativi dati dall'appartenenza a tale sistema.

Anche l'elevato tasso di prestazioni di servizi infragruppo è uno strumento interessante per spiegare la frequenza dei flussi tra le consociate, ma diversamente dagli altri strumenti, comprende prestazioni di servizi strategici per il gruppo stesso, la cui finalità esulano dal fabbisogno finanziario delle società.

Tuttavia quel che sembra esser certo, è un ampliamento della platea di soggetti che ricorreranno in futuro a sistemi di accentramento finanziario. Il campione interrogato, comprensivo di 59 società facenti parte di gruppi diversi, mostra che il 42% preferisce mantenere l'autonomia della liquidità, il 41% adotta già sistemi di accentramento e il 17% è interessato all'adozione in futuro.

Gli adottanti hanno un numero di società maggiore di 20 unità e un fatturato di gruppo maggiore di 100 milioni di euro. Essi utilizzano le reciproche sinergie per raggiungere nuovi mercati e sfruttare le economie di scala offerte dal gruppo. Per scegliere un sistema di tesoreria accentrato è importante infatti la presenza di adeguati volumi di operatività, in grado di permettere la formazione di una cultura finanziaria specializzata. La holding è nella maggior parte dei casi pura e finanziaria con un *core business* del tutto affine all'attività di tesoriera. Inoltre, a dimostrazione delle condizioni vantaggiose offerte dal sistema, gli adottanti, risultano influenzati principalmente dai costi di implementazione e dai tassi di interesse previsti. Infine per tali soggetti risulta di primaria importanza un controllo costante del *cash flow* di gruppo, soprattutto da parte di holding e sub-holding, al fine di gestire al meglio la pianificazione finanziaria del gruppo stesso.

Il sistema descritto è un sistema estremamente recente e in continuo aggiornamento, le cui esperienze iniziali risalgono ai primi anni del duemila, motivo per cui risulta difficile effettuare un'analisi puntuale e comparativa dei vantaggi conseguiti ad ora. D'altra parte, come dimostra il lavoro, sono evidenti i benefici economici portati dall'adozione e risulterebbe interessante nei prossimi anni, uno studio quantitativo e comparativo relativamente alla diminuzione dell'indebitamento verso terzi e alla riduzione dei costi operativi e gestionali.

CASH POOLING AGREEMENT

by and between

Company A, [...] corporation, represented by [...]

Company B, [...] corporation, represented by [...]

Company C, [...] corporation, represented by [...]

1. DEFINITIONS AND INTERPRETATIONS

In this Agreement, the following terms and expressions shall have the following meanings:

“**Account Bank**” means [...] Bank with which the Master Account is held.

“**Account Bank Credit Facilities**” means the financing or the facilities that the Account Bank shall provide upon request to the Master Account Holder in order to cover the Master Account Holder financial requirements.

“**Accounts**” means, together, the Master Account and the Secondary Accounts.

“**Authorities**” means a regulatory authority or body to which each Supervised Entity is subject from time to time, including [for example] without limitation the CONSOB, Bank of Italy and the Italian Ministry of Finance, as applicable.

“**Business Day**” means each Target Day (other than Saturdays and Sundays).

“**Cash Pooling Arrangement**” has the meaning ascribed thereto in Clause [...*The Cash Pooling Arrangement*].

“**Consolidated Balance**” means, at any time, the aggregate of the positive and negative balances of all Accounts at such time.

“**Credit**” means, at any time and in respect of a Secondary Account Holder, the amount by which, at such time the aggregate of: (i) all positive balances from time to time transferred to the Master Account from the Secondary Accounts held in the name of such Secondary Account Holder.

“**Credit Repayment**” means a payment made by the Master Account Holder to a Secondary Account Holder pursuant to this Agreement, in satisfaction of a Credit.

¹⁰⁶ VALENTE, P., 2009. *Manuale del transfer pricing*. Ed. 1, IPSOA Gruppo Wolters Kluwer, p. 1377-1384. Sito ufficiale Deutsche Bank.

“Debit” means, at any time and in respect of a Secondary Account Holder, the amount by which, at such time the aggregate of: (i) all negative balances from time to time covered by the Master Account to the Secondary Accounts held in the name of such Secondary Account Holder.

“Debit Repayment” means a payment made by a Secondary Account Holder to the Master Account Holder pursuant to this Agreement, in satisfaction of a Debit.

“Effective Date” means the Business Day at which the first Levelling of Accounts will be occurred.

“Group” means the company group composed by all entities directly or indirectly controlled by [...] provided that (a) funds (and entities directly or indirectly controlled by funds) shall be considered controlled by their management company, and (b) for the purposes of this definition, the definition of control set out in Article 2359 of the Italian Civil Code shall apply.

“Initial Parties” means the parties to this Agreement on its execution date.

“Interest” means the amount calculated pursuant to Clause [...] that a Party shall pay to the other under this Agreement.

“Levelling” has the meaning ascribed thereto in Clause [...].

“Local Business Day” means, in respect of the place where a certain business is carried out, any business date in such place of business.

“Master Account” means the account listed as such from time to time in Accounts Schedule [...].

“Master Account Holder” has the meaning ascribed thereto in the description of the Initial Parties.

“Secondary Account Holders” means each holder, from time to time, of a Secondary Account.

“Secondary Accounts” means the accounts listed as such from time to time in Accounts Schedule [...].

“Target Day” means each day on which the Trans-European Automated Real Time Gross Transfer System (or any successor thereto) is operative.

“Technical Credit Facilities” means the financing or the facilities that the Master Account Holder may provide in order to cover the Secondary Account Holders’ financial requirements.

2. THE ARRANGEMENT

Cash Pooling Arrangement: The Parties hereby agree that a zero balance cash pooling

arrangement shall be implemented between them whereby:

- (a) each Secondary Account Holder shall pool together their financial resources, by means of the Levelling of Account as further specified under Clause [...], which shall be collected at an aggregate level by the Master Account Holder;
- (b) the financial requirements of the Secondary Account Holders may be met by means of the Technical Credit Facilities under Clause [...]
- (c) the financial requirements of the Master Account Holder may be met by means of the Account Bank Credit Facilities under Clause [...]

[e.g. other clauses]

Several bilateral arrangements: The Parties acknowledge and agree that this Agreement shall create several bilateral relationships between the Master Account Holder (on one side) and the individual Secondary Account Holders (on the other side) and that no relationships, rights, obligations, credits or debits between the various Secondary Account Holders.

Transfer and Accession of further parties to the Agreement: The Parties agree that it shall always be possible to the Master Account Holder to transfer such Agreement to another entity belonging to the Group (the new Master Account Holder).

3. LEVELLING AND TECHNICAL CREDIT FACILITY

Levelling of the Accounts: At close of business of every Business Day, the positive or negative balances of all Secondary Accounts shall be automatically transferred/paid onto the Master Account (each such transfer of the positive or negative balances of the Secondary Accounts onto the Master Account constituting a “**Levelling**”), so that, immediately following each Levelling (i) the balance of the Master Account shall be equal to the Consolidated Balance immediately before such Levelling, and (ii) the balance of each Secondary Account shall be equal to zero.

Technical Credit Facilities: The Master Account Holder may arrange for financings and facilities as it shall consider from time to time necessary or appropriate in order to cover the Secondary Account Holders’ financial requirements.

Account Bank Credit Facilities: The Account Bank shall arrange for financings and facilities upon request by the Master Account Holder in order to cover its financial requirements.

4. REPORTING AND ADMINISTRATION

The Master Account Holder shall calculate and keep track of all Credits and Debits accruing from time to time and of all positive or negative interest accruing thereon from time to time (or shall arrange for such services to be performed by a third party agent of its choice). On every Report Date, the Master Account Holder shall circulate a Report relating to the immediately

preceding Month to all Secondary Account Holders. [...] Following approval of a Report by a Secondary Account Holder, such Secondary Account Holder shall be entitled to contest the Report only in case of clerical mistake in the making of the entries thereof, of calculation mistakes, of omissions or of duplications.

5. INTEREST

Interest rates: Interest shall be invoiced on any Credit (and for as long as the Credit is in existence) at the rate of simple arithmetic average of Euribor 1 month, at the last Business Day of each month for 12 months of the relevant year, minus a spread of [...] and on every Debit (and for as long as the Debit is in existence) at the rate of simple arithmetic average of Euribor 1 month, at the last Business Day of each month for 12 (twelve) months of the relevant year, plus a spread of [...]. Interest shall be calculated on the beginning of each Business Day every month for 12 (twelve) months and shall not be compounded.

Payment of interest: As between the Master Account Holder and each Secondary Account Holder:

- (a) interest amounts accrued in favour of the Master Account Holder and interest amounts accrued in favour of the Secondary Account Holder pursuant to this Agreement and during the same Month shall be offset, for the same Secondary Account Holder, against one another as the same accrued; and
- (b) on every Interest Payment Date, the Master Account Holder or the Secondary Account Holder shall be required to pay to the Secondary Account Holder or the Master Account Holder (as the case may be) the net balance resulting at the end of the immediately preceding Month from the offset operated pursuant to (a) above.

6. ACCOUNTS

Accounts: The Master Account Holder undertakes to open, maintain and operate the Master Account in accordance with the provisions of this Agreement. The Secondary Account Holders undertake to maintain and operate the respective Secondary Accounts in accordance with the provisions of this Agreement.

Transfer of Accounts: The Master Account Holder and the Secondary Account Holders shall at all times be allowed to move or change the Accounts held by them provided (a) the new accounts are opened with the Account Banks, and (b) appropriate arrangements are reached with the other relevant Parties and the Account Banks so as not to cause any disruption to the Cash Pooling Arrangement or any Accounts being excluded from the Levelling for more than [...] Target Day.

Change of Account Bank: The Account Bank may be replaced with a new Account Bank solely with the agreement of all Parties.

7. REPRESENTATIONS AND WARRANTIES

Each Party represents and warrants to the others as follows:

- (a) it is duly incorporated and validly existing under the laws of the Republic of Italy; it is in possession of all authorisations, registrations, consents and licences required to perform its obligations under this Agreement and more in general carry out its business activities; it belongs to the Group;
- (b) [...]

8. DURATION, SUSPENSION AND AMENDMENTS

Duration: This Agreement shall be effective from the Effective Date and shall remain in force as per the effects under Clause [...] until the occurrence of a termination event or the withdrawal by a Party.

Automatic termination: To the extent that a Party:

- (a) ceases to be a member of the Group; or
- (b) is subjected to an Insolvency or Reorganisation Proceeding;

Suspension, Important reason: Instead of making use of its termination right based on an important reason pursuant to Clause [...] above, a Secondary Account Holder shall be entitled to suspend the transfer of the positive balances from its Secondary Account Account to the Master Account, if such an important reason exists. [...] A Suspension can, however, only be invoked in lieu of an extraordinary termination based on an important reason, if and as long as such an important reason exists on a temporary basis only or if it is not yet clear how long the important reason will exist.

Amendments: This Cash Pooling Agreement may not be modified or amended in any respect except in writing executed by the Parties. No provision of this Cash Pooling Agreement shall be deemed waived unless such waiver is set forth in writing and executed by the Party making such waiver.

9. LEGAL RESPONSIBILITY

Nothing herein contained shall render any Party liable for the obligations of any other Party hereunder and the rights, obligations and liabilities of the Parties are several in accordance with their respective obligations, and not join.

10. GOVERNING LAW

Governing law: This Agreement shall be governed by Italian law and shall be construed in accordance with Italian law.

Jurisdiction: With respect to any suit, action or proceedings relating to any dispute arising out of or in connection with this Agreement each Party irrevocably submits to the exclusive jurisdiction of the Court of [...].

ACCOUNTS SCHEDULE

✓ **Master Account**

- Account held by the Master Account Holder with [...], headed [...], IBAN [...]

✓ **Secondary Accounts**

- Account held by [...] with [...], headed [...], IBAN [...]
- Account held by [...] with [...], headed [...], IBAN [...]

Allegato B

LSEGH(I) SPA GROUP CASHFLOW FORECAST

date

| (€/000) | gen-17 | feb-17 | mar-17 |
|---|--------|--------|--------|
| Opening Cash Balance | | | |
| Regulatory/Restricted Cash - CC&G | | | |
| Regulatory/Restricted Cash - MT | | | |
| Regulatory/Restricted Cash - EUROTIX | | | |
| Opening Cash Balance excluding Regulatory and Restricted Cash | tot | tot | tot |
| INFLOWS | | | |
| Regular inflows: | | | |
| Customers Revenue | | | |
| Intercompany Operating Italy | | | |
| Intercompany Operating UK | | | |
| Cash Pooling | | | |
| Interest Income | | | |
| Periodic inflows: | | | |
| Loan Drawdowns | | | |
| Bond Investment | | | |
| Intercompany Dividends (May) | | | |
| | | | |
| Total inflows | tot | tot | tot |
| of which Regulatory Cash (CC&G, MT) | | | |
| | | | |
| OUTFLOWS | | | |
| Regular outflows: | | | |
| N.I. and Employees Taxes | | | |
| VAT | | | |

| | | | |
|---|------------|------------|------------|
| Salaries | | | |
| Suppliers | | | |
| Intercompany Operating Italy | | | |
| Intercompany Operating UK | | | |
| Cash Pooling | | | |
| Bank Commissions | | | |
| Interest Cost | | | |
| <u>Periodic outflows:</u> | | | |
| Taxes | | | |
| CONSOB (February) | | | |
| IRAP, IRES (June-November) | | | |
| Intercompany Dividends (May) | | | |
| Bond Investment | | | |
| Loan repayments | | | |
| Capital Injection | | | |
| | | | |
| Total outflows | tot | tot | tot |
| of which Regulatory Cash (CC&G, MT) | | | |
| | | | |
| Total net operational flows (Inflows - Outflows) | tot | tot | tot |
| Total net operational flows excluding Regulatory Cash (CC&G, MT) | tot | tot | tot |
| | | | |
| Forecast Free Cash (Opening Cash Balance + Tot net op Flows) | tot | tot | tot |
| Forecast Free Cash excluding Regulatory and Restricted Cash (Opening Cash Balance + Tot net op Flows, excl Reg & Restr Cash) | tot | tot | tot |
| | | | |
| Maximum Loan Limit - Borsa (Asset) to LSEGH(I) SpA (Liability) | | | |
| Current Loan Balance - Borsa (Asset) to LSEGH(I) SpA (Liability) | | | |
| Available headroom (maximum loan limit – current loan balance) | | | |
| | | | |
| Maximum Loan Limit - MTS Spa (Asset) to LSEGH(I) SpA (Liability) | | | |
| Current Loan Balance - MTS Spa (Asset) to LSEGH(I) SpA (Liability) | | | |

| | | | |
|--|--|--|--|
| Available headroom (maximum loan limit – current loan balance) | | | |
| | | | |
| LOAN LSEGHI SPA (Liability) - LSEGHI LTD (Asset) | | | |
| | | | |
| Proposed Group Funding Requirement | | | |
| | | | |
| Balance after Group funding | | | |
| | | | |
| Actual balance at the end of the month | | | |
| | | | |
| Variance to prior forecast | | | |
| | | | |
| Variance Explanation | | | |

Allegato C

CASH CONCENTRATION SYSTEM'S ADOPTION

Si richiede la compilazione del seguente questionario solo qualora la società sia parte di un gruppo di imprese.

Le risposte fornite saranno totalmente anonime.

Ai fini della compilazione si riportano i seguenti articoli del codice civile consultabili in caso di dubbio.

art. 2359 cc

co 1 - Sono considerate società **CONTROLLATE**: 1) le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria, 2) le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria, 3) le società che sono sotto influenza dominante di un'altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa.

co 3 - Sono considerate **COLLEGATE** le società sulle quali un'altra società esercita un'influenza notevole. L'influenza si presume quando nell'assemblea ordinaria può essere esercitato almeno un quinto dei voti ovvero un decimo se la società ha azioni quotate in mercati regolamentati.

art. 2497 cc

co 1 - Le società o gli enti che, esercitando attività di **DIREZIONE** e **COORDINAMENTO** di società, agiscono nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società medesime, sono direttamente responsabili nei confronti dei soci di queste per il pregiudizio arrecato alla redditività ed

al valore della partecipazione sociale, nonché nei confronti dei creditori sociali per la lesione cagionata all'integrità del patrimonio della società. Non vi è responsabilità quando il danno risulta mancante alla luce del risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento ovvero integralmente eliminato anche a seguito di operazioni a ciò dirette.

Indicare il settore in cui si svolge la propria attività (es. tessile, finanziario, metalmeccanico...)

.....

Indicare la provincia in cui risiede la sede principale

.....

Svolgete attività di direzione e coordinamento in qualità di capogruppo e/o siete soggetti a tale esercizio come società controllata o collegata?

- Svolgiamo attività di direzione e coordinamento ex art. 2497 cc
- Siamo soggetti a controllo da parte di altra entità ex art. 2359 cc
- Entrambe le precedenti

HOLDING ☺ Nel rispondere alle seguenti domande (H) si chiede di considerare la posizione dell'impresa in qualità di holding ovvero di entità che detiene partecipazioni di controllo in altre società (cd società controllate).

CONTROLLATA ☺ Nel rispondere alle seguenti domande (C) si chiede di considerare la posizione dell'impresa come società controllata o collegata in relazione all'azionista che ne detiene la maggioranza (in caso di parità si scelga quello con cui vi sia una gestione maggiormente integrata). Se a sua volta tale azionista è soggetto a

controllo da parte di altra impresa, NON si faccia riferimento al gruppo in senso ampio ma solamente al sotto-gruppo composto dall'azionista che detiene il controllo sulla vostra società e sulle società consorelle.

H-C: A quanto ammonta il fatturato medio aggregato di gruppo nell'ultimo biennio (es. (fatturato 2015+fatturato 2016)/2)?

- Meno di un milione di euro
- Da 1 a 10 milioni di euro
- Da 10 a 50 milioni di euro
- Da 50 a 100 milioni di euro
- Più di 100 milioni di euro

C: A quanto ammonta il fatturato medio aggregato della società nell'ultimo biennio (es. (fatturato 2015+fatturato 2016)/2)?

- Meno di un milione di euro
- Da 1 a 10 milioni di euro
- Da 10 a 50 milioni di euro
- Da 50 a 100 milioni di euro
- Più di 100 milioni di euro

H-C: In base all'oggetto sociale come può essere qualificata la holding?

- Holding pura o finanziaria: entità che non svolge attività di produzione o scambio di beni e servizi, ma si limita a gestire le partecipazioni nelle altre aziende
- Holding industriale o mista: società operativa che svolge attività di produzione o scambio di beni e servizi, oltre all'attività di direzione e coordinamento del gruppo

H-C: Quante sono le società controllate (indicare il numero)?

.....

H-C: In quante delle precedenti si detiene una partecipazione di maggioranza ovvero > 51% (indicare il numero)?

.....

H-C: Quante delle precedenti risiedono in un paese estero (indicare il numero)?

.....

H-C: Quante delle precedenti risiedono in un paese a fiscalità privilegiata (indicare il numero)?

.....

H-C: Quante delle precedenti svolgono un'attività affine alla vostra ovvero fanno parte del medesimo settore (indicare il numero)?

.....

C: Voi e la società che vi controlla fate parte del medesimo settore?

- Sì
- No

C: La holding risiede in un paese estero?

- Sì
- No

H-C: Com'è avvenuta l'acquisizione del controllo (se holding è possibile indicare più risposte corrette)?

- Acquisizione di partecipazioni di controllo
- Costituzione di nuova società
- Conferimento di partecipazioni di controllo
- Scorporo di un'attività

H-C: Quali sono le motivazioni economiche

che vi hanno portato all'acquisizione del controllo (è possibile indicare più risposte corrette)?

- Frazionamento dei rischi (sfruttamento della leva azionaria, limitazione della responsabilità...)
- Sfruttamento delle economie di scala e di raggio d'azione (società che fanno parte del medesimo settore)
- Vantaggi finanziari e tributari
- Aumento delle dimensioni aziendali (acquisizione di quote di mercato)

L'ACCENTRAMENTO

N.B. Accentrare presso una consociata una determinata funzione operativa vuol dire rimandarne a questa la gestione ovvero le decisioni e le attività sottostanti.

In qualità di società facente parte di un gruppo, viene accentrata la gestione di determinate attività presso una consociata (es. pianificazione, finanza, controllo, amministrazione, risorse umane, servizi generali legali, *internal audit*, *risk management*, *compliance* ecc...)?

- Sì
- No

Se no, ritenete potrebbe essere utile incrementare l'accentramento della funzione tesoreria e cash management (gestione della liquidità, rapporti bancari ecc)?

- Sì
- No, preferiamo mantenere l'autonomia

Se sì, quali funzioni vengono accentrate (es. pianificazione, finanza, controllo,

amministrazione, risorse umane, servizi generali legali, *internal audit*, *risk management*, *compliance* ecc...)?

.....

L'attività di tesoreria ovvero di gestione della liquidità (rapporti bancari, gestione del *cash flow* ecc...) è una delle attività che gode di accentramento?

- Sì
- No

In ottica di gruppo avete mai considerato di adottare un sistema *cash concentration*, ovvero di accentrare presso un unico conto corrente i saldi di tutte le società?

- Lo adottiamo già
- E' tra i piani futuri del gruppo
- Preferiamo una gestione autonoma e separata della liquidità

Conoscete il sistema di *cash pooling* per l'accentramento dei conti correnti societari all'interno di un gruppo?

- Sì, lo adottiamo
- Sì, lo conosciamo
- No, non lo conosciamo

Vi è stato mai proposto dagli intermediari presso cui detenete i conti correnti?

- Sì, lo adottiamo
- Sì, ma non lo adottiamo
- No

Come valutate le seguenti operazioni per spostare la liquidità all'interno del gruppo in base alle necessità delle consociate (0 mai; 1 solo se strettamente necessario; 2 metodo preferibile o già utilizzato)?

- Accentramento dei saldi su un unico conto corrente o creazione di un conto infragruppo

.....
.....

- Finanziamenti intercompany

.....
.....

- Prestazioni di servizi infragruppo

.....
.....

Sulla base della risposta precedente, quali fattori influenzano le vostre scelte in merito alla gestione della tesoreria (0 non molto; 1 abbastanza; 2 in misura rilevante)?

- Strumenti messi a disposizione dalle banche di riferimento

.....
.....

- Indirizzo manageriale di gruppo

.....
.....

- Conformità alle normative

.....
.....

- La possibilità di dover cambiare istituto di credito

.....
.....

- Tassi di interesse applicabili

.....
.....

- Costi di gestione dell'operazione

.....
.....

- Cultura aziendale (di gruppo)

.....
.....

- La scarsa conoscenza degli strumenti tecnici

.....
.....

- I conflitti di interesse tra la singola società e il gruppo

.....
.....

Effettuate mensilmente e sistematicamente una stima previsionale dei flussi di liquidità in entrata e in uscita dai vostri conti correnti, il cd *cash flow forecast*, avvalendovi di appositi modelli?

- Sì
- No

Che importanza attribuite in una scala da 1 a 5 al controllo del *cash flow* della società considerata singolarmente?

.....

Che importanza attribuite in una scala da 1 a 5 al controllo del *cash flow* di gruppo considerato nel suo insieme?

.....

Quanto siete soddisfatti in una scala da 1 a 5 del supporto fornito dagli intermediari per la gestione della liquidità?

.....

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

ARDIZZONE, L., 2012. *I contratti di «cash pooling» infragruppo* in *I contratti per l'impresa, Banca, mercati, società*, a cura di G. GITTI, M. MAUGERI, M. NOTARI, II ed., Il Mulino, p. 369 ss.

ASSONIME, Circolare n. 29/2011. *La disciplina in materia di servizi di pagamento: l'impatto sull'operatività delle società e dei gruppi di natura non finanziaria.*

ASSONIME, Circolare n. 46/2009. *La disciplina fiscale di deducibilità degli interessi passivi dal reddito d'impresa.*

ATANASOV, V., BLACK, B., CICCOTELLO, C., 2007. *Tunneling and Expropriation*, disponibile su finworld.wikidot.com.

AZZINI, L., 1975. *I gruppi aziendali*. Giuffrè Editore, Milano, p. 25-49.

BALP, G., *I finanziamenti infragruppo: direzione e coordinamento e postergazione* in *Riv. Dir. Civ.*, 2012.

CIAMPOLI, G. I “vantaggi compensativi” nei gruppi di società in *Le società*, 2005, n. 2, p. 164.

CIAN, M., a cura di, 2014. *Diritto Commerciale*. Vol. 1. G. Giappichelli Editore, Torino. Sez. V, p. 277-299.

CIVERRA, E., 2013. *Il finanziamento delle società di capitali*. Giuffrè Editore, Milano, p. 125-131.

CURTI, A., *Treasurer Montenegro srl. Tesoriere 2.0: migliorare la cassa, tra rischi e performance*, VII Treasury Finance Forum Day, 16-09-2016, organizzato da IPSOA, gruppo Wolters Kluwer.

DACCO', A., 2002. *L'accentrimento della tesoreria nei gruppi di società*. Giuffrè Editore, Milano, p.7 ss, 25 ss, 139, 256-342.

DALLA RIVA, S. A., 2008. *Cash pooling, il governo centrale della liquidità nei gruppi societari*. Il Sole 24 ORE Spa, Milano, p. 6, 144 ss.

DE PADOVA, M. *Cash Pooling - Gli impatti amministrativi e contabili dell'accentrimento finanziario alla luce delle modifiche ai principi contabili OIC in corso di adozione*. Disponibile su *bgp.it*, 2017.

DI MAJO, A., 2012. *I gruppi di imprese tra insolvenza e diritto societario*. G. Giappichelli Editore, Torino, p. 3, 9, 145-151.

GIACCARI, F., 2003. *Le aggregazioni aziendali*. Cacucci, Bari, p. 12.

GIOVANNINI, S., 2007. *La responsabilità per attività di direzione e coordinamento nei gruppi di società*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 305. Giuffrè Editore, Milano, p.19-26, 121-127, 152-172.

GRANT, R., M., JORDAN, J., 2013. *Fondamenti di strategia*. Il Mulino, Bologna, p. 97 ss.

FABRIS, P., 2004. *Il contratto di cash pooling* in *Contratti* p. 749.

FORNACIARI, L., 2017. *Gruppi aziendali e bilancio consolidato in Italia*. 2° ed., Giappichelli Editore, Torino, p. 1-13.

FORNACIARI, L. *OIC 14: classificazione dei crediti verso la società tesoriera di gruppo*. Disponibile su ipsoa.it, 15-06-2016.

HECKMAN, J.J., 1979. *Sample Selection Bias As a Specification Error* in *Econometrica*, p.153-162.

KIM, K., A., KIM, S., H., 2015. *Global Corporate Finance, a focused approach*. Sec Ed., World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd, p. 248-253.

LIACE, G., 2016. *Le operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 392. Giuffrè Editore, Milano, p.1-72.

LONDON STOCK EXCHANGE GROUP ITALY, 2017. *Bilanci di esercizio al 31 dicembre 2016*. Milano.

LORENZI, F. *Cash Pooling, profili di revocabilità fallimentare e finanziamenti infragruppo* in *Società* 15/12/2015. Disponibile su dirittobancario.it.

MARINONI e KING, 2003, “*Cash pooling*” e revocabilità dei pagamenti infra-gruppo, in *Dir. prat. società*, p. 40.

MARVULLI, E., 2015. “Transfer pricing interno: sospetto, se non al normale valore di mercato”, disponibile su fiscooggi.it.

MASINELLI, F., Vice presidente AITI. *Tesoreria, partner nella crescita aziendale*, VII *Treasury Finance Forum Day*, 16-09-2016, organizzato da IPSOA, gruppo Wolters Kluwer.

MASINELLI, F., Vice presidente AITI. *Cash management in azienda: i vantaggi della procedura di tesoreria*, VII *Treasury Finance Forum Day*, 16-09-2016, organizzato da IPSOA, gruppo Wolters Kluwer.

MAUGERI, M., *I finanziamenti "anomali" endogruppo*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, fasc. 6, 2014, p. 726.

MEOLI, M., 2015. *Amministrazione di fatto anche nei gruppi*. Disponibile su *Eutekne.info.it*.

MEOLI, M., 2015. *Cash Pooling e deposito liquidità con meno preoccupazioni*. Disponibile su *Eutekne.info.it*.

MEYER, P., 2006. *Giornalismo e metodo scientifico. Ovvero il giornalismo di precisione*. Armando Editore, p. 121 ss.

MICHIELI, N., 2016. *La gestione del conflitto di interessi nelle operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 391. Giuffrè Editore, Milano, p. 217-257.

MIOLA, M., 2014. *La disciplina dei finanziamenti up-stream della società eterodiretta alla capogruppo in situazione di difficoltà finanziaria* in Riv. Società, fasc. 4, p. 747.

MIOLA, M., 2011, *Tesoreria accentrata nei gruppi di società e capitale sociale* in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali*. Giappichelli, p. 36 ss.

MUSSELLI, A., MUSSELLI, A.C., 2011. *Transfer pricing*. Gruppo 24 ore, Milano, p. 37-43, 121-123.

NEGRI-CLEMENTI, A., FEDERICI, F.M. La natura della responsabilità della capogruppo e la tutela del socio di minoranza in *Le Società*, 2013, n. 5, p. 519.

PERONE, G., *L'applicabilità della disciplina legale della postergazione ai finanziamenti ascendenti infragruppo (upstream financing)*. Disponibile su judicium.it.

PEVERELLI, M., FRANCIOSO, A. *Contratti di cash pooling: deducibilità degli interessi passivi e applicazione delle ritenute*. *Fiscalità e Commercio Internazionale*, n. 10/2011, gruppo Wolters Kluwer, Milano.

PLACKETT, R.L., 1983. *Karl Pearson & the Chi-Squared Test in International Statistical Review*. Longman Group Limited, Great Britain, p. 59-72.

SBISA', G., 2012. *Direzione e coordinamento di società* in Libro quinto: Lavoro, art. 2497 – 2497 septies C.C., Zanichelli, Milano, p. 5 ss.

SOSTERO, U., 2015. *Bilancio consolidato*. Libreria Editrice Cafoscarina, Venezia, p. 5 ss, 29-31.

TREVISAN, T. *Cash Pooling, aspetti civilistici e fiscali*. 12-01-2006, disponibile su fiscooggi.it.

VALENTE, P., 2009. *Manuale del transfer pricing*. Ed. 1, IPSOA Gruppo Wolters Kluwer, p. 183, 206, 1289-1300, 1377-1384.

VALENTE, P., Transfer pricing: obblighi di documentazione per i gruppi italiani ed esteri in *Fiscalità e Commercio Internazionale* n. 1/2011.

VALENTE, P., 2015. *Finanziamenti infragruppo, modelli di centralizzazione e problematiche connesse al transfer pricing*. Disponibile su strumentifinanziariefiscali.egeaonline.it.

Cronaca

Deutsche Bank, chiuso con successo l'aumento di capitale da 8 miliardi. Il Sole 24Ore, 7-04-2017. *Deutsche Bank, multa USA da 7 miliardi*. Il Sole 24 Ore, 24-12-2016, disponibile su ilsole24ore.com.

Borsa, l'Antitrust UE blocca la fusione Londra-Francoforte. La Repubblica, 29-03-2017, disponibile su repubblica.it.

Brexit: prospettive e possibilità per il settore dei servizi finanziari. Jeffrey Greenbaum, Claudia Colomba, Elisabetta Zeppieri, Hogan Lovells, 21-07-2016, disponibile su dirittobancario.it.

Spafid annuncia l'acquisizione della divisione "Information Services Professional Solutions" di Bit Market Services (gruppo LSE). Mediobanca, 1-03-2017, disponibile su mediobanca.com.

Siti web ufficiali

Associazione Italiana Tesorieri d'Impresa, disponibile su *aiti.it*.

Borsa Italiana, disponibile su *borsaitaliana.it*.

Camera di Commercio, Registro delle Imprese. Disponibile su *infocamere.it*.

Cash Flow Forecast, definizione disponibile su *dictionary.cambridge.org*.

Deutsche Bank, disponibile su *deutsche-bank.it*.

ISTAT, report 2016. *Risultati economici delle imprese, anno 2014*, disponibile su *istat.it*.

JP Morgan, disponibile su *jpmgloballiquidity.com*.

London Stock Exchange, disponibile su *londonstockexchange.com*.

SEPA, disponibile su *sepaitalia.eu*.

Riferimenti normativi

Codice Civile, artt. 1322, 1813, 1823, 2043, 2359, 2391- bis, 2395, 2427 co 1 n. 22-bis, 2467, 2497, 2497-bis, 2497-ter, 2497-quater, 2497-quinquies

D.Lgs. n. 310/2004

D.Lgs. n. 11/2010

D.L. n. 78/2010

D.L. n. 83/2012

DPR 602/73, artt. 26, 26-bis, 26-quater, 43-ter

Legge Fallimentare, aggiornata con le modifiche apportate dal D.Lgs. 16 novembre 2015 n. 180, dal D.L. 3 maggio 2016 n. 59 e con le ultime modifiche apportate dalla legge 232 dell'11 dicembre 2016, entrata in vigore dal 01 gennaio 2017, artt. 56, 65, 67, 182-bis, 182-quater, 182-quinquies

TUIR, artt 9, 89, 96, 97 (abr.), 98 (abr.), 110, 162.

Riferimenti normativi UE

Direttiva 2007/64/CE (PSD)

Direttiva UE n. 36/2013 (CRD IV)

Regolamento UE n. 575/2012 (CRR)

Regolamenti UE n. 909/2014 aggiornato dal Reg. UE 389-394/2016 (CSDR)

Giurisprudenza

Cass., 26 febbraio 1990, n. 1439, disponibile su *ilcaso.it*.

Cass., 24 agosto 2004, n. 16707, in *Le società*, 2005, n. 2.

Cass., 2012, n. 23551, disponibile su *fiscooggi.it*.

Cass., 2013, n. 17955, disponibile su *fiscooggi.it*.

Tribunale di Udine, 24 dicembre 2012 e 29 gennaio 2013, disponibile su *dirittobancario.it*.

Tribunale di Parma, 29 marzo 2013, disponibile su *eutekne.it*.

Tribunale di Milano, 10 novembre 2014, n. 13179, disponibile su *giurisprudenzadelleimprese.it*

Tribunale di Milano, 27 luglio 2015, n. 8902, disponibile su *eutekne.it*.

Altre fonti di regolamentazione

Circolare Ministeriale, 1980, n. 32/9/2267

Circolare 11/E/2005

Circolare 19/E/2009

OCSE, 2000, *Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations*, Parigi

Principi contabili, OIC 14, IAS 24

Provvedimento, 29 settembre 2010, n. prot. 2010/137654 dell' Agenzia delle Entrate

Regolamento Consob, 29 ottobre 2007, n. 16191

Regolamento Consob, 12 marzo 2010, n. 17221

Risoluzione 58/E/2002

Risoluzione 194/E/2003