

# **Economia Aziendale 2000 Web ©**

## **Online Review**

N. 1/2007  
**Special Issue**

**1<sup>st</sup> Italian CSEAR Conference**

# **“Social and Environmental Accounting Research”**

**Bergamo, Italy  
September 14th – 16th 2006**

**Economia Aziendale 2000 Web ©**  
International Business Review  
Editor in Chief: Piero Mella  
ISSN 1826-4719  
Reg. Trib. Pavia - n. 495/99 R.S.P.

**Pavia, March, 2007**  
**No. 1/2007 – Special Issue**

All the contents are protected by copyright.  
No part can be copied without the Editor in Chief's and Author's permission.  
Further information at: [www.ea2000.it](http://www.ea2000.it)





## **Sviluppo della previdenza integrativa e rapporti con gli stakeholder: probabili linee evolutive di lungo periodo**

**Alessandra Tami**

Facoltà di Economia, Dipartimento di Scienze economico-aziendali, Università di Milano Bicocca  
P. zza Ateneo Nuovo, 1 - 20126 Milano, Italy - Phone: +39.0264486661, - Fax. 00390264486665  
Email: [alessandra.tami@unimib.it](mailto:alessandra.tami@unimib.it)

**Sommario** – 1. Introduzione - 2. Riforma previdenziale e previdenza integrativa - 3. Il peso del TFR sulle imprese italiane - 4. Modelli di finanziamento e modelli di *governance* - 5. Gli obiettivi dei fondi pensione: quali effetti sulle strategie delle imprese - 6. Conclusioni

### **Abstract**

La ricerca, partendo da un'analisi del peso dell'istituto del Trattamento di Fine Rapporto nella struttura finanziaria delle imprese non finanziarie italiane, si propone di indagare le possibili ricadute sugli stessi modelli di *governance* e sul sistema di obiettivi delle imprese, derivanti dall'atteso affiancamento del TFR con gli istituti della Previdenza integrativa, previsti dalla riforma previdenziale, che sancisce il passaggio dal sistema retributivo a quello contributivo.

Se nel breve periodo troveranno attuazione le misure compensative previste dalla normativa sul silenzio assenso per la destinazione del TFR, nel lungo periodo, per il concomitante effetto di Basilea 2 e dello sviluppo di Fondi pensione e altri istituti alternativi di previdenza integrativa, è prevedibile una maggior presenza di investitori istituzionali nel finanziamento delle imprese italiane.

Appare quindi importante condurre un'analisi degli obiettivi che gli investitori istituzionali si pongono nelle scelte di sviluppo delle imprese, al fine di esaminarne le possibili ricadute sul sistema di valori e sulle *mission* delle imprese italiane.

La tesi che si vuole dimostrare è che lo sviluppo della previdenza complementare potrà rappresentare una sfida per la crescita del capitalismo italiano, secondo linee di sviluppo più attente a un approccio *triple bottom line*.

## 1 - Introduzione

La riforma previdenziale che sta interessando l'Italia prevede lo sviluppo di un sistema di previdenza integrativa accanto alla previdenza pubblica; quest'ultima, con il passaggio al metodo contributivo, fornirà, nelle previsioni e a regime, prestazioni pensionistiche non molto superiori al 50% del reddito medio dei dipendenti, quindi di molto inferiori alle attuali, ancora basate sul metodo retributivo.

Nella impossibilità di prevedere ulteriori contribuzioni a carico dei dipendenti e dei datori di lavoro, la scelta fatta con il Decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, in attuazione delle deleghe conferite dalla legge 23 agosto 2004, n. 243, è stata quella di destinare a previdenza integrativa le risorse che ora vengono impegnate nell'istituto del Trattamento di Fine Rapporto (TFR)<sup>1</sup>. Sia per le imprese che per i dipendenti, le implicazioni di una diversa destinazione delle risorse, che attualmente affluiscono all'istituto del TFR, appaiono rilevanti.

Per i dipendenti, cambia la disponibilità delle risorse stesse e la loro tassazione, ma può cambiare anche il rapporto che viene a formarsi fra dipendente e azienda.

Per le imprese, viene meno una fonte di autofinanziamento temporanea, sostituita da finanziamenti che debbono essere negoziati con controparti di natura finanziaria, il cui potere contrattuale nei riguardi dell'impresa è molto diverso da quello goduto dai titolari del TFR.

D'altra parte i flussi di TFR che dovrebbero riversarsi sui mercati finanziari, stimati pari a 18 miliardi annui di euro<sup>2</sup>, vengono percepiti come un forte volano per lo sviluppo dei mercati finanziari stessi, e per lo sviluppo di istituti, come il *venture capital*, che in altri contesti hanno assicurato lo sviluppo e la crescita delle imprese.

Oltre alla necessità di impostare valutazioni di convenienza fra le alternative pensionistiche a disposizione dei dipendenti, appare di considerevole interesse la valutazione degli effetti sulla struttura finanziaria delle imprese nel breve e nel lungo termine e, da questo, sui modelli di *governance* e sulle strategie che le aziende si troveranno ad implementare. La questione di base è se questa riforma potrà rappresentare una risposta al problema della crescita delle imprese italiane, problema che è una delle sfide che occorre superare, secondo molti commentatori, per il recupero di competitività dello stesso sistema Italia.

---

<sup>1</sup> Si ringrazia il dott. Alberto Franceschini, Ambromobiliare, per la possibilità di discussione sui temi affrontati nel paper. Sul dibattito intorno all'emanazione della legge sulla destinazione del TFR si veda: Anonimo, *Le parti sociali bocciano il TFR*, Il Sole24ore, 27 luglio 2005.

<sup>2</sup> La finanziaria per il 2007 prevede l'anticipazione della riforma al 1 gennaio 2007, con la destinazione delle risorse che i dipendenti decidono di lasciare nelle aziende con più di 50 dipendenti a un fondo presso l'Inps, destinato a interventi per lo sviluppo. Con il D.L. 279/2006 è stata data operatività alle direttive della Covip, organismo deputato alla sorveglianza sui fondi pensione.

## 2 - Le linee guida della previdenza integrativa

Tutti i Paesi occidentali, anche se in misura diversa, stanno affrontando il tema del debito pensionistico: di fatto sistemi impostati negli anni del baby boom, successivo alla seconda guerra mondiale, con una piramide della popolazione in forma normale e non rovesciata, quale oggi troviamo ad osservare, non appaiono più sostenibili e si pone il problema di interventi che possano assicurare una tutela anche agli anziani di domani.

Gli attuali sistemi pensionistici trovano la loro origine nell'800, quando l'età media della vita era 40/50 anni e la pensione veniva prevista a partire dai 65 anni di età (Bismark). Grazie allo sviluppo del *welfare*, ai progressi della medicina, a condizioni di vita sempre migliori, ma anche grazie al fatto che sono passati 60 anni senza guerre in Europa, l'età media delle persone è aumentata: la speranza di vita arriva mediamente agli 80 anni e sempre più numerosi sono i centenari.

Qualsiasi sistema avrebbe delle difficoltà ad assicurare rendite pari e talvolta superiori al numero degli anni di contribuzione attiva. Quindi, di fronte a una qualità migliore della vita e a speranze di vita più lunghe, diventa una scelta quasi obbligata allungare i periodi di lavoro, di vita attiva.

La seconda variabile è che, di fronte a un ambiente che vede aumentare la pressione della popolazione, e in presenza di istituti, come la stessa pensione, che dovrebbero assicurare il mantenimento nell'età avanzata, è venuta meno, con punte rilevanti in Italia, la propensione a fare figli, quei figli che nel passato assicuravano il mantenimento dei loro genitori.

Le statistiche sugli indici di dipendenza degli anziani segnalano una situazione in continuo peggioramento: se nel 1960 il rapporto tra popolazione in età superiore a 64 anni e popolazione in età di lavoro era pari al 13,3% in Italia, nel 2000 tale rapporto sale al 28,8 %. Le previsioni tendenziali indicano un valore di 49,2% nel 2030, per diventare nel 2050 il 66,8%. Valori simili, ma leggermente più bassi, sono, tuttavia, attesi per l'intera Europa: per i 15 Paesi che per prima hanno aderito alla UE l'indice del 2000 era 26,7%, mentre sale al 53,4% nel 2050.

Tutto questo però ha un costo per la società, in quanto non appare pensabile che i contributi di chi lavora possano finanziare le pensioni degli ultrasessantenni<sup>3</sup>.

Sarebbero necessari contributi da parte dei giovani, non sostenibili dalle imprese che li occupano: ecco la scelta del legislatore di riformare il sistema pensionistico.

---

<sup>3</sup> Il quadro, abbastanza allarmante, degli effetti dell'invecchiamento della popolazione sulla sostenibilità dei sistemi pensionistici è tratto da: per gli anni 1960 e 1990 da : Disney (*The Economic Journal*, February 2000); per gli altri anni: *Economic Policy Committee Report to the Ecofin Council (7-11-2000)*.

La seconda tipologia di intervento è stata quella di eliminare alcuni sistemi premianti, quali quelli che legavano la pensione agli ultimi stipendi, in genere più elevati, introducendo, sull'esempio di altri paesi dell'economia occidentale, il sistema contributivo in luogo di quello a ripartizione. Ricordiamo che un sistema che commisura la pensione agli ultimi stipendi, di fatto determina un effetto perverso: sono i più poveri o i meno fortunati che finanziano i più ricchi e/o più fortunati, in quanto gli aumenti salariali non sono omogenei fra i diversi individui.

La scelta della riforma è stata per larga parte ispirata ai modelli dei paesi anglosassoni, in particolare agli USA, dove il sistema pubblico copre soprattutto i redditi bassi, con una forte impronta redistributrice, mentre per i redditi alti si sono sviluppate diverse forme di piani previdenziali, da piani previdenziali a contribuzione definita (401(k)) a quelli a beneficio definito. A tali piani partecipa il 47% dei dipendenti.<sup>4</sup>

Gli organismi di previdenza complementare, o “fondi pensione”, sono stati introdotti nell'ordinamento italiano attraverso le disposizioni del Decreto legislativo n. 124 del 21 aprile 1993. Il fine dei fondi pensione è realizzare ed erogare trattamenti pensionistici aggiuntivi rispetto ai trattamenti previsti dal sistema obbligatorio pubblico, al fine di assicurare più elevati livelli di copertura previdenziale. Attraverso i fondi pensione, vengono quindi a realizzarsi obiettivi di carattere squisitamente previdenziale; tali obiettivi si sostanziano nella erogazione a ciascun soggetto aderente, al raggiungimento di determinati requisiti anagrafici e contributivi, di una pensione integrativa per anzianità o vecchiaia.

La legislazione italiana prevede: fondi pensione negoziali, o “chiusi”; fondi pensione aperti, forme individuali di previdenza complementare.

I fondi pensione chiusi possono essere istituiti per lavoratori dipendenti privati o pubblici, identificati secondo il criterio di appartenenza ad una specifica categoria, comparto o raggruppamento, oltre che secondo il criterio dell'appartenenza alla medesima impresa, gruppo di imprese o organizzazione produttiva; i fondi pensione aperti sono costituiti per iniziativa di istituti di credito, SGR, SIM e imprese di investimento comunitarie, compagnie di assicurazione; inoltre il Decreto legislativo n. 124 del 21 aprile 1993, all'articolo 9 *ter*, prevede che le imprese di assicurazione, autorizzate all'esercizio delle attività assicurative dall'Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni Private (ISVAP), possano istituire forme individuali di previdenza complementare (PIP) attraverso contratti di assicurazione sulla vita che prevedano l'erogazione di prestazioni previdenziali in linea con quanto disposto per i fondi pensione aperti.

Le relative condizioni di polizza, prima della loro applicazione, devono essere comunicate dall'impresa assicuratrice interessata alla Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione.

Il Decreto Legislativo n. 252 del 2005, dando applicazione ai principi di delega contenuti nella Legge 23 agosto 2004, n. 243, ne attua quanto previsto all'articolo 1, comma 2, lettere e), h), i), ed l) in materia di:

- adozione di misure finalizzate ad incrementare l'entità dei flussi di finanziamento alle forme pensionistiche complementari;
- perfezionamento dell'unitarietà e dell'omogeneità del sistema di vigilanza sull'intero settore della previdenza complementare;
- ridefinizione della disciplina fiscale della previdenza complementare;
- previsione, per tutte le forme pensionistiche complementari, di strumenti di comunicazione e divulgazione degli elementi di interesse sociale, etico e ambientale presi in considerazione nella gestione delle risorse finanziarie.

A seguito delle modifiche ai criteri di delega apportate dalla Legge 25 giugno 2005, n. 109, il Decreto 252 ha inoltre introdotto una serie di ulteriori correzioni alla disciplina pre-esistente, dando di fatto origine ad un nuovo assetto del sistema, con la previsione di conferimento del TFR maturando alle forme pensionistiche complementari, secondo modalità esplicite o tacite.

Le modalità esplicite prevedono che, entro 6 mesi dalla data di prima assunzione, il lavoratore possa conferire l'intero importo del TFR maturando ad una delle forme di previdenza complementare previste dal sistema o, in alternativa, di mantenere il TFR maturando presso il proprio datore di lavoro; il termine di 6 mesi per tale scelta vale anche per i lavoratori assunti prima dell'entrata in vigore del provvedimento di riforma, con decorrenza, anticipata dalla finanziaria per il 2007, a partire dal 1° gennaio 2007.

Le modalità tacite prevedono, invece, che, nel caso in cui il lavoratore non esprima alcuna volontà entro i 6 mesi previsti, il datore di lavoro sia tenuto – a partire dal mese successivo – a trasferire il TFR maturando alla forma pensionistica collettiva prevista dagli accordi o contratti collettivi, anche territoriali, salvo sia intervenuto un diverso accordo aziendale che preveda la destinazione del TFR a una diversa forma pensionistica complementare collettiva. In caso di presenza di più forme di previdenza complementare, il TFR maturando è trasferito, salvo diverso accordo aziendale, a quella alla quale abbiano aderito il maggior numero di lavoratori dell'azienda. Qualora non siano applicabili le predette modalità, il datore di lavoro trasferisce il TFR maturando alla forma pensionistica complementare appositamente istituita presso l'INPS.

Su questa impostazione la finanziaria 2007 ha anticipato al 2007 il trasferimento del TFR, accumulato nell'anno, alla previdenza integrativa; ha inoltre previsto che il TFR lasciato nella

---

<sup>4</sup> Per una rassegna vedi: Bruno Mangaiatordi, Elisabetta Giacomel, *Il dissesto dei piani pensionistici della società Enron: alcune riflessioni sul sistema dei fondi pensione negli Stati Uniti e in Italia*, Quaderni tematici Covip – Speciale No. 3, 2002, [41-79],

disponibilità delle aziende dai dipendenti, sia versato in un fondo di tesoreria presso l'INPS per quelle aziende che superano i 50 dipendenti.

Sulla base del dibattito fra le parti sociali, sono stati previsti degli interventi a favore delle aziende. Pertanto l'articolo 10 del provvedimento di riforma, come modificato dalla Finanziaria 2007, contiene diverse misure compensative per le imprese, a fronte della perdita di disponibilità delle quote di TFR destinate alla previdenza complementare. Tali misure sono rappresentate:

- dalla possibilità di dedurre, dal reddito d'impresa, un importo pari al 4 per cento (6 per cento per le imprese con meno di 50 addetti) dell'ammontare del TFR annualmente destinato a forme pensionistiche complementari;
- dall'esonero, per il datore di lavoro, dal versamento del contributo al fondo di garanzia del TFR nella stessa percentuale di TFR maturando conferito alle forme di previdenza complementare;
- da un'ulteriore compensazione dei costi per le imprese, attraverso una riduzione degli oneri impropri gravanti sul costo del lavoro, correlata ai flussi di TFR conferito.

Tutte tali misure sono peraltro applicabili previa *verifica di compatibilità con la normativa comunitaria*<sup>5</sup>.

L'intervento sul TFR implica indubbiamente per le aziende un maggior esborso finanziario nel breve termine. Va sottolineato che anche alle aziende con meno di 50 dipendenti, qualora il dipendente scelga di mantenere il TFR presso l'azienda<sup>6</sup> nella quale opera, si presentano due opportunità:

1. utilizzare internamente il flusso di autofinanziamento temporaneo connesso all'istituto del TFR;
2. di sottoscrivere con un'assicurazione un contratto in cui la società assicuratrice, in contropartita di un premio annuo pari alla quota di TFR da accantonare, si impegna a scadenza a liquidare il TFR maturato, garantendo un rendimento non inferiore a quello previsto dalla normativa. Nel durante l'impresa mantiene la titolarità del contratto assicurativo, il quale, quindi,

---

<sup>5</sup> La normativa prima delle modifiche introdotte dalla Finanziaria del 2007, prevedeva a partire dal 2008, facilitazioni per l'accesso al credito, grazie al Fondo di garanzia previsto originariamente dall'articolo 8, comma 1, del D.L. n. 203 del 2005. Tale previsione non è più presente nel comma 766 della Finanziaria 2007, che disciplina le compensazioni per le imprese per il diverso trattamento del TFR, anticipato al 2007. Tuttavia è prevista una ripresa della materia nel 2008.

<sup>6</sup> Poiché il TFR prevede un rendimento prefissato ed è garantito in ultima istanza dall'Inps, la scelta può avere una sua validità, in quanto offre un rapporto rendimento/rischio equilibrato: il basso rendimento si accompagna infatti a un rischio limitato. Inoltre, può essere apprezzato come fattore di fedeltà all'impresa e accompagnarsi a minor probabilità di perdita del posto di lavoro, rispetto a coloro per i quali in caso di licenziamento non è presente la necessità di smobilizzare risorse per far fronte alla liquidazione del TFR, come alcune ricerche hanno messo in evidenza; sull'intenso dibattito vedi [www.convip.it](http://www.convip.it).

potrebbe essere utilizzato anche come garanzia per l'accensione di finanziamenti a favore dell'azienda.

### **3 - Il peso del TFR sulle imprese italiane**

Esula dal presente lavoro la discussione sulla convenienza delle diverse scelte per i dipendenti, mentre appare di interesse valutare gli effetti nel breve e nel lungo periodo delle diverse alternative per l'azienda.

Punto di partenza rimane l'analisi del peso che l'istituto del TFR presenta nell'economia delle imprese italiane. A tal fine, un utile contributo proviene dalle statistiche Mediobanca sulle Principali società italiane e dalle risultanze della Centrale dei bilanci, con riferimento alle imprese manifatturiere.

L'indagine può essere fatta su due determinati:

- a) l'incidenza del TFR sulla struttura finanziaria delle imprese italiane
- b) l'incidenza del flusso annuo di TFR sul volume di autofinanziamento.

Con riferimento all'indagine Mediobanca 2005, sui dati cumulativi di 2007 società, fatto pari a 100 il totale del passivo, possiamo osservare che la posta "fondi di quiescenza", che accoglie il TFR delle imprese, passa dal valore di 24.242 milioni di euro del 1995, pari al 7,7% del totale, al valore di 22.166 milioni di euro, in valori nominali del 2004, pari al 3,7% del totale. Tale evoluzione riflette la diminuzione del numero di dipendenti, che, per le grandi imprese che formano il campione Mediobanca, sono scesi dalle 1.499.818 unità del 1995 alle 1.340.803 unità del 2004. La riduzione in termini assoluti e relativi può essere meglio valutata, analizzando le dinamiche delle altre poste del bilancio. Un primo confronto con le "disponibilità" come definite nel rapporto Mediobanca, che erano pari al 6,4% dell'attivo nel 1995, per scendere al 5,2% nel 2004, ma con un incremento in termini assoluti di circa 10.500 milioni di euro.

Valutando le dinamiche dei flussi, sempre dall'indagine Mediobanca, possiamo notare che, mentre nel 1995 il saldo accantonamenti utilizzi era di segno positivo, pari a 1.200 milioni di euro (accantonamenti 3.653 milioni di euro, utilizzi 2.455 milioni di euro), dal 1997 il saldo assume segno negativo, con un'eccedenza degli utilizzi sugli accantonamenti, pari a -500 milioni di euro, per arrivare al dato 2004, in cui il saldo netto è negativo per -59 milioni di euro (accantonamenti 3.375 milioni di euro, utilizzi 3.434 milioni di euro).

Proseguendo l'analisi in termini di incidenza sul flusso annuo di autofinanziamento, questo rapporto non appare invece significativo, per la forte variabilità del volume degli utili a nuovo, le cui ampie oscillazioni, nel periodo coperto dall'indagine, risentono delle diverse fasi

congiunturali attraversate dall'economia italiana. In termini assoluti, il volume degli accantonamenti nominali presenta un livello decrescente nel periodo: passa dal valore di 3.653 milioni di euro nel 1995, per arrivare al valore di 3.375 milioni di euro nel 2005. Il flusso annuo di accantonamenti in percentuale sul costo del lavoro scende nei dieci anni coperti dall'indagine Mediobanca dal valore del 6,62% del 1995, a quello del 5,59% del 2004, in funzione anche di una diversa tipologia dei contratti di lavoro.

Il costo del lavoro in termini assoluti passa dall'importo di 55.144 milioni di euro del 1995, pari al 17,7% del fatturato netto, al valore di 60.276 milioni di euro del 2004, con un'incidenza che scende al 12,6 % del fatturato; nel 1995 il valore aggiunto era pari al 31,9% delle vendite, mentre nel 2004 esso scende al 26,5% delle vendite: ne deriva che se nel 1994 il lavoro assorbiva il 55,4% del valore aggiunto, tale percentuale si riduce al livello del 47,5%. Elaborando queste informazioni possiamo dunque stimare dal 6,62% al 5,59% l'incidenza dell'accantonamento lordo del periodo sul costo del lavoro. L'indagine riflette le modificazioni vissute in questi dieci anni dalla struttura produttiva italiana, che risente della riduzione dell'occupazione presso la grande impresa.

Tuttavia, suddividendo il campione Mediobanca fra grandi imprese e medie imprese, emerge il valore diverso che assume il saldo fra accantonamenti e utilizzi del periodo all'interno delle due componenti: mentre per le grandi imprese il saldo è negativo, per le medie imprese, che si riferiscono principalmente a realtà in crescita, il saldo è positivo, con accantonamenti pari a 177 milioni di euro e utilizzi per 155 milioni di euro nel 2004, mentre i fondi accantonati sono pari al 5,7% del totale del passivo netto. Gli stessi valori nel 1995 erano rispettivamente: accantonamenti 152 milioni di euro, utilizzi pari a 90 milioni di euro, fondi accantonati pari al 7% del passivo netto.

Per completare il quadro, appare rilevante osservare il livello di capitalizzazione: a fine 2004, mentre il rapporto mezzi propri/totale passivo era del 53,6% per il totale del campione Mediobanca, questo rapporto scende al 48, 2% per il campione medie imprese ( tali rapporti erano rispettivamente 49,2% e 42,7% nel 1995). Nel periodo coperto dall'indagine si assiste pertanto a un rafforzamento patrimoniale delle imprese italiane, anche se le medie imprese continuano a presentare livelli di indebitamento maggiori.

Completando l'indagine con le statistiche della Centrale dei bilanci, è possibile osservare che, per le medie imprese, il saldo fra accantonamenti e utilizzi si mantiene positivo: i nuovi accantonamenti sono mediamente pari all'8,8 % del costo totale del lavoro, mentre gli utilizzi ne assorbono l'8% circa, con un saldo netto dello 0,8%<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Centrale dei Bilanci, *Economia e finanza delle imprese italiane, XVII Rapporto, 2000-2002*, Bancaria Editrice, Roma 2004.

La lettura di questi dati conduce a osservare:

- a) un'importanza decrescente del TFR come fonte di autofinanziamento a livello complessivo, in quanto, dato il crescente turnover del personale, accantonamenti e utilizzi tendono a compensarsi;
- b) per le imprese medie, che secondo molte indagini rappresentano una peculiarità del sistema competitivo italiano, la dinamica del TFR mantiene ancora un segno positivo, espressione di aziende che sono in fase di crescita;
- c) le medie imprese presentano livelli di patrimonializzazione inferiori rispetto a quello osservabile dal campione Mediobanca per le imprese maggiori;
- d) la destinazione del flusso annuo di nuovi accantonamenti agli istituti della previdenza integrativa verrebbe a sommarsi con un impegno già rilevante per il flusso di utilizzi. La copertura di tale fabbisogno incrementale con ricorso al finanziamento bancario a breve termine, pur in relazione alla previsione di deduzioni fiscali, collegate ai maggiori oneri finanziari che tale scelta potrebbe comportare, appare tuttavia come soluzione di breve periodo.

La scelta di incrementare l'indebitamento a breve termine appare inoltre poco coerente con le sfide che in futuro le aziende dovranno affrontare, anche con riferimento all'accesso al credito bancario, che dovrà considerare i riflessi del nuovo accordo di Basilea2 sull'erogazione del credito stesso<sup>8</sup>

Quindi, soprattutto nel medio lungo periodo, le imprese dovranno individuare altre forme di finanziamento.

Con la previsione di un flusso maggiore di risorse a favore degli investitori istituzionali in capitale di rischio, è prevedibile che le imprese italiane possano trovarsi a disporre di una maggior disponibilità di fondi per la crescita, derivanti dagli investimenti che i fondi pensione faranno delle risorse che affluiranno loro per la destinazione del TFR.

La sfida per le imprese è quella di poter essere pronte a cogliere le opportunità connesse alle risorse provenienti dagli operatori della previdenza integrativa<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup> Il tema di Basilea 2 è stato affrontato ampiamente dalla dottrina. Si rimanda a: G.De Laurentis, S. Caselli, *Miti e verità di Basilea 2*, Egea, Milano, 2004.

<sup>9</sup> Il confronto internazionale mette in evidenza il gap esistente fra la situazione italiana e quanto avviene negli altri paesi, dove i fondi pensione hanno un ruolo significativo nel funzionamento delle stesse borse. Una sintesi nella seguente tabella n.1:

## 4 - Modelli di finanziamento e modelli di governance

Uno dei temi che hanno acceso il dibattito in questi anni è stata la rilevanza sui modelli di *corporate governance* sulle strategie dell'impresa e quindi sulla *mission*, sui rapporti con i diversi *stakeholder*. Il dibattito su coloro a cui spetti governare le imprese è particolarmente acceso in Italia, dove il conflitto capitale lavoro è stato spesso molto intenso<sup>10</sup>. Gli studiosi di storia economica e di strategia aziendale non possono non rilevare come le condizioni di sviluppo economico ritardato, la scelta di sviluppo bancocentrica, un ambiente ricco di "ismi", non abbia favorito il sorgere di un sistema di regole condivise, condizione base per lo stesso sviluppo "sostenibile".

Anche se con qualche variante, secondo il modello di *corporate governance*, le imprese italiane sono raggruppabili in tre grandi classi:

- Impresa familiare - *Family business*
- Impresa a proprietà allargata - *Private owned business*
- Impresa a proprietà diffusa - *Public company*

Le imprese italiane presentano generalmente la caratteristica tipica delle imprese operanti in un ambiente di "capitalismo renano"<sup>11</sup>: presenza di azionisti di riferimento, livelli elevati di

Tab. 1. Investitori istituzionali - situazione fine 1998.

	Fondi pensione	Fondi d'investimento	Assicurazioni	Altri	Miliardi di USD	% del PIL
Stati Uniti	39	28	20	13	18.393	223,5
Regno Unito	39	13	48		2.907	214,2
Olanda	55	11	33	1	588	155,8
Francia	5	41	54		1.747	121,8
Canada	43	30	27		651	111,9
Giappone	23	12	52	13	3.060	80,8
<b>Italia</b>	<b>4</b>	<b>43</b>	<b>20</b>	<b>33*</b>	<b>941</b>	<b>80,3</b>
Germania	5	43	52		1499	70,2

\*si tratta gestioni patrimoniali banche

Fonte: OECD, nostre elaborazioni su statistiche 2000.

<sup>10</sup> Il tema della crescita è stato recentemente rilanciato in Italia con una serie di interventi sul principale quotidiano economico; si veda: F. de Bortoli, *Manifesto in favore delle piccole imprese*, Il Sole24ore, 23 luglio 2006, p.1; appare importante segnalare alcuni interventi sul tema in particolare di C. Dematté: C. Dematté, *La grande questione: a chi spetta governare l'impresa*, Economia e management, Editoriale, No. 1, 1999, C. Dematté, *Ripensare i modelli di impresa*, Economia e management, Editoriale, No. 6, 2000, C. Dematté, *La non crescita: una malattia da curare*, Economia e management, Editoriale, No. 4, 2001, nei quali si discutono come una serie di fattori concorra alla situazione analizzata.

<sup>11</sup> Dopo la caduta del Muro di Berlino nel 1989, nella ricerca di quali istituti consentissero un miglior sviluppo dell'economia dei paesi fino allora rientranti nell'orbita Sovietica, si evidenziò l'esistenza di due capitalismi, quello anglosassone, sviluppatosi negli USA e in Gran Bretagna e quello "renano" o continentale, in quanto tipico dei Paesi

indebitamento, tipico di un sistema finanziario orientato agli intermediari bancari, maggior attenzione ai dipendenti che ai consumatori. Tradizionalmente l'azionista di riferimento proviene da una famiglia, che ha fondato l'impresa e i valori della famiglia si sono trasferiti in quelli dell'impresa<sup>12</sup>. La presenza di un azionista di riferimento favorisce l'orientamento a lungo termine dell'impresa, mentre la struttura finanziaria privilegia prevalentemente l'autofinanziamento e il ricorso al credito bancario; la scarsa propensione a perdere il controllo sulla società limita il ricorso a capitali di rischio, con il risultato di porre un vincolo alla crescita stessa dell'impresa.

La mancata crescita in settori aperti alla concorrenza internazionale può significare la perdita di competitività: da qui la necessità, per cogliere le opportunità di crescita, di aprire il capitale a soci esterni alla compagine familiare. Assistiamo allo sviluppo di società a proprietà allargata, che vedono spesso l'ingresso di un investitore istituzionale, con l'obiettivo di valorizzare l'impresa stessa e di uscire poi dall'investimento attraverso la quotazione sui mercati di borsa. Con la quotazione viene così a svilupparsi l'impresa a proprietà diffusa, quotata sui mercati, con una pluralità di azionisti di minoranza e un maggior potere di indirizzo da parte del management.

A parte gli effetti dei diversi modelli di *corporate governance* sul sistema di informazione, rappresentato dal bilancio d'esercizio, che da semplice allegato alla dichiarazione dei redditi diventa strumento di rendicontazione ai soci di minoranza e, successivamente, strumento di informazione al mercato, l'allargamento della compagine sociale, insieme al crescere delle dimensioni aziendali, comporta una maggior influenza dell'impresa nell'ambiente di riferimento. Pertanto, sulla base di questo modello, venendo a ridursi il ruolo del TFR nel processo di autofinanziamento, mentre le spinte alla crescita permangono, appare probabile che nel futuro un

---

europei e del Giappone. Con riferimento in particolare al modello di finanziamento delle imprese, il sistema anglosassone vedeva lo sviluppo di forti mercati finanziari e le imprese finanziavano larga parte dei loro fabbisogni con il ricorso alla Borsa: la separazione fra proprietà e controllo e la grande impresa manageriale erano gli istituti tipici di tale contesto, in cui il mercato e i consumatori erano identificati come valori chiave. L'impresa tipica era la *public company*, cioè l'impresa con pluralità di azionisti in cui soggetto economico diventa il management. Il problema diventa quindi individuare un sistema di incentivi che allinei gli obiettivi del management a quelli degli azionisti finanziari, mentre la critica maggiore era, ed è, nello *short termism* del management, come la ricerca del *Business Roundtable Institute for Corporate Ethics*, dal titolo "*Rompere il ciclo del breve termine*" recita. (Il Sole24Ore, 26 luglio 2006). Nell'Europa continentale e in Giappone, paesi a sviluppo economico ritardato, si erano invece affermati i Gruppi di imprese, come modello di ottimizzazione delle risorse finanziarie, mercati finanziari orientati agli intermediari e imprese con azionisti di riferimento, con proprietà e direzione coincidenti nelle stesse persone.

Il dibattito su quali dei due sistemi fosse più "efficiente" nell'evitare crisi e a favorire lo sviluppo economico è stato ed è sempre molto acceso, soprattutto dopo gli scandali societari che hanno danneggiato gravemente il pubblico dei risparmiatori di qua e di là dell'oceano. Si veda: G. Sapelli, *Giochi proibiti. Enron e Parmalat capitalismi a confronto*, Bruno Mondadori, Milano 2004. I fenomeni di globalizzazione che si sono accentuati nel 2000 stanno portando verso un unico modello di capitalismo, basato sui mercati finanziari e dove i sistemi di *welfare* vengono in parte smantellati, con un crescente livello di conflittualità a livello nazionale e sopranazionale.

numero maggiore di imprese diventi a proprietà allargata con l'ingresso di investitori istituzionali, causando effetti sul sistema di valori e sulle strategie che le imprese si troveranno a perseguire.

Il numero limitato di interventi da parte di investitori istituzionali nella realtà italiana è messo in evidenza dalle indagini svolte dall'AIFI sugli operatori in capitale di rischio. Gli operatori in capitale di rischio si distinguono principalmente in operatori di *venture capital* e di *private equity*, i primi attivi principalmente nelle fasi di avvio e sviluppo, i secondi nella fasi di consolidamento dello sviluppo e di cambiamento. Con riferimento alle possibili alternative disponibili per la crescita di imprese avviate è quindi utile riferirsi al *private equity*, che interviene nelle strategie di sviluppo aziendale, con:

- aumento o diversificazione diretta della capacità produttiva (sviluppo per vie interne),
- acquisizione di altre aziende o rami di azienda (sviluppo per vie esterne),
- integrazione con altre realtà imprenditoriali (sviluppo "a rete").

E' opportuno ribadire che il contributo del *private equity*, nelle scelte di sviluppo per vie interne, assume un ruolo prevalentemente di natura finanziaria. Nella crescita per vie esterne assume rilevanza per l'imprenditore la scelta dell'operatore di *private equity* sulla base del network internazionale di appartenenza e sulla consolidata esperienza su più mercati. Ne deriva che un apporto consulenziale essenziale e critico del *private equity* può essere caratteristico delle strategie di integrazione di imprese.

Al fine di valutare quali possono essere le implicazioni in tema di *corporate governance*, il *private equity* viene ad assumere generalmente il ruolo di investitore di minoranza nello sviluppo per vie interne; assume il ruolo di investitore di minoranza/maggioranza nella crescita per vie esterne, mentre, generalmente, nelle strategie di integrazione di imprese assume un ruolo di investitore di maggioranza.

Un ruolo importante può essere inoltre svolto dagli operatori di *private equity* nelle fasi di cambiamento aziendale, quali il ricambio generazionale, la presenza di fattori esogeni (CINA, modifiche regolamentari, etc.), che richiedono importanti interventi di ristrutturazione, nelle fasi di crisi manageriale<sup>13</sup> e qualora il precedente operatore di *private equity* debba uscire dall'azienda e non sia ancora perseguibile l'obiettivo della quotazione, soprattutto se i mercati di borsa non sono in fase favorevole (*Secondary Buy-Out*).

---

<sup>12</sup> Si veda il volume: E. Brambilla Pirelli (a cura di), *Alberto e Giovanni Pirelli, Legami e conflitti – Lettere 1931 – 1965*, Archinto, Milano 2002.

<sup>13</sup> La ricerca AIFI – PricewaterhouseCoopers sottolinea la presenza di operatori di *private equity* specializzati nel *temporary management*, in AIFI-PWC, *L'impatto economico del private equity e venture capital in Italia*, Marzo 2006.

In queste situazioni, l'operatore privilegia interventi di maggioranza, funzionali a una miglior libertà decisionale. Interventi di minoranza sono previsti solo con accordi specifici con la famiglia o con il management, dove la società è leader nel suo mercato, o ne ha una quota importante. Le indagini sull'investimento in capitale di rischio<sup>14</sup> sottolineano le funzioni che il *private equity* è andato svolgendo nelle imprese partecipate, favorendone lo sviluppo industriale, l'articolazione della struttura manageriale, una maggior sensibilità verso la trasparenza contabile, una miglior attenzione agli "stakeholders". A livello europeo, l'analisi effettuata da PWC e EVCA evidenzia come le imprese partecipate da fondi di *private equity* hanno avuto performance economico finanziarie, capacità di sopravvivenza sul mercato, interrelazione con l'economia e l'ambiente circostante, creazione di posti di lavoro (1 milione dal 2000 al 2004 in tutta Europa), superiori rispetto ad imprese simili mai entrate in contatto con il *private equity*<sup>15</sup>.

I risultati raggiunti sono una dimostrazione di come l'investimento nel capitale di rischio contribuisca sensibilmente allo sviluppo delle imprese, indipendentemente dai soggetti investitori e dal settore di appartenenza.

Appare quindi importante riassumere le dimensioni del fenomeno, al fine di una miglior valutazione dei possibili impatti futuri. Con riferimento all'anno 2005<sup>16</sup>, gli operatori presenti in Italia erano 110, di cui 97 attivi, per un numero di 1060 imprese partecipate. Nel 2005 sono stati effettuati 281 investimenti, per un valore di 3,1 mld di Euro, mentre il fatturato medio delle imprese partecipate è stato pari a 23 mln di Euro. La presenza degli operatori in Italia è tuttavia ancora limitata, soprattutto se confrontata con le altre esperienze europee: la Francia rileva, sempre nel 2005, 216 operatori, con un numero di 2072 investimenti, la Germania conta 176 operatori e 983 investimenti, la Spagna 86 operatori e 475 interventi.

Approfondendo l'indagine sull'attività in Italia, il 58% degli investimenti è stato fatto in imprese con più di 250 addetti, per un importo medio, nel 2005, di 10,9 mln di Euro, prevalentemente in operazioni di Buy – Out.

---

<sup>14</sup> Fonte: AIFI, *Private equity e Corporate Governance nelle Imprese*, Quaderni sull'investimento nel capitale di rischio, AIFI / PWC, 2004.

<sup>15</sup> I fondi di *private equity* maggiormente presenti nel segmento LBO sono: Permira, Investitori Associati, BC Capital Partners, Vestar Capital Partners, Candover Partners, Carlyle Group, Apax Partners, Bridge Point Capital. Questi sono i fondi più attivi che operano esclusivamente nel segmento LBO e MBO e coprono, in termini di volumi investiti, oltre il 70% dell'intero segmento. Altri fondi che hanno svolto interventi isolati in Italia e che investono solo in operazioni di LBO sono: Clayton Dubilier & Ryce (fondo americano), Doughty, Hanson & Co. (società americana che gestisce più fondi ed è molto presente in Italia nel settore immobiliare/real estate). Recentemente sono entrati in Italia, sempre solo in ottica di investimento in operazioni di LBO, anche fondi gestiti direttamente (e finanziati in proprio) dalle più grandi banche d'affari americane: Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch; nello stesso segmento ha iniziato a operare anche Deutsche Bank, ma ad oggi, però, è stato effettuato solo qualche intervento sporadico (fonte: AIFI/EVCA in [www.aifi.it](http://www.aifi.it)).

<sup>16</sup> A. Gervasoni, *Il mercato italiano del private equity e Venture Capital nel 2005*, in Convegno Annuale AIFI, *Il private equity e la ripresa economica*, Milano, 28 marzo 2006.

Assume interesse anche l'analisi sull'origine dei capitali raccolti dagli operatori di *private equity*: il 61% della raccolta proviene dall'Italia, mentre il 31% proviene dall'Europa. Per quanto riguarda la provenienza dei fondi interni, essi derivano per il 34% dal sistema bancario, per il 14% da assicurazioni, per il 12% da fondazioni e solo l'1% della raccolta da fondi pensione, mentre la stessa percentuale a livello europeo è del 20%. Pertanto, si conferma la criticità dei fondi di *private equity* in Italia, presenti con un numero ridotto di operatori; da ciò una concorrenza bassa o nulla e la conseguente difficoltà negoziale dell'imprenditore. La ricerca AIFI-EVCA sottolinea pertanto lo sviluppo scarso di determinati segmenti (start-up e turn around), la quasi assenza di operatori nel settore high tech, la disomogeneità territoriale degli interventi (con il 40% effettuato solo in Lombardia e in Emilia-Romagna) e le forti difficoltà di uscita (*exit*). Accanto a questi elementi, l'indagine rileva come l'obiettivo di questa classe di investitori sia di un tasso interno di rendimento (IRR) superiore al 30% annuo (i fondi di *private equity* hanno avuto oltre il 24,7% di rendimento annuo per i disinvestimenti effettuati nel 2004 - fonte: AIFI 2005). D'altra parte, la raccolta dall'estero proviene da fondi pensione, che nei loro obiettivi devono assicurare gli impegni presi con i loro sottoscrittori. Quindi, appare critico verificare se gli alti livelli di rendimento attesi, rendimenti giustificati dalla rischiosità degli investimenti in capitale di rischio, soprattutto per la difficoltà dell'*exit* sulla base della durata programmata del fondo, si accompagnino, nello statuto dei fondi stessi, a politiche coerenti con la "triple bottom line" prevista dall'UE.

## **5 - Gli obiettivi dei fondi pensione: quali effetti sulle strategie delle imprese**

Nelle pagine precedenti, abbiamo già sottolineato come l'allargamento della compagine societaria, con l'ingresso nel capitale sociale di investitori istituzionali, generalmente con minoranze qualificate, abbia importanti effetti nel favorire la crescita dell'impresa e insieme alcune modifiche nel modello di governo e di controllo: separazione fra impresa e famiglia, maggior trasparenza, con implementazione di sistemi di controllo avanzati, sia di tipo contabile (revisione del bilancio) che organizzativo, al fine di favorire la comunicazione e l'informazione dell'azionista di minoranza che non partecipa attivamente alla gestione dell'impresa, ma in genere siede nei Consigli di amministrazione e deve concorrere a valutare scelte e strategie sulla base di sistemi di rendicontazione adeguati alla complessità crescente nella quale operano le imprese. Mantenendo l'ipotesi che le risorse che escono dalle imprese per la previdenza integrativa, poi debbano a queste ritornare, o come finanziamento obbligazionario o come *equity*, gli obiettivi di investimento dei portatori delle risorse non potranno non riflettersi sulle strategie delle imprese partecipate. Il dibattito sul ruolo dei fondi pensione sullo sviluppo dell'economia Usa, consente di derivare delle indicazioni su quanto potrebbe succedere in Italia, pur tenendo conto che ogni investimento è influenzato dalle peculiarità del sistema paese.

Tre temi occupano il dibattito: lo *short termism*, lo *shareholder activism* e la compatibilità della teoria dello *shareholder value* con quella della CSR.

L'indagine sullo *short termism*<sup>17</sup> sottolinea che questo è una conseguenza dell'elevato turnover degli azionisti nel capitale delle public company. La stessa ricerca mette infatti in evidenza che le società, che hanno avuto le performance migliori di lungo periodo, sono state quelle in cui c'è stata la stabilità dell'azionariato, con livelli di rotazione inferiori al 60%.

Particolarmente attivi nello *shareholder activism* sono alcuni fondi pensione che si sono adoperati per modelli di *corporate governance* in cui venissero tutelati gli interessi degli azionisti, con la nomina di consiglieri indipendenti negli organi di amministrazione, con l'obiettivo di limitare, soprattutto negli USA, i compensi ritenuti eccessivamente elevati degli amministratori e spingere all'implementazione di modelli di controllo più efficaci. Alcuni fondi, quali CalPERS, sono stati particolarmente attivi in questo ambito.<sup>18</sup>

Sul terzo punto, nella pubblicistica emergono critiche crescenti alla teoria dello *shareholder value*, giudicando che la stessa, interpretata in modo formale, di fatto abbia contribuito a quei comportamenti che poi sono sfociati negli scandali Enron e Worldcom. Il dibattito attualmente in corso suggerisce, invece, che le imprese proattive, attente alle aspettative di tutti gli *stakeholder*, che anticipano con i loro comportamenti il verificarsi di eventuali danni, attraverso strategie rispettose dell'ambiente e dei valori delle comunità in cui le stesse sono inserite, sviluppano nel lungo termine comportamenti che vanno a beneficiare anche gli azionisti, in quanto evitano che normative, o provvedimenti successivi delle autorità, possano condurre a sostenere costi maggiori e a perdere opportunità di clientela<sup>19</sup>.

Concorrono a questo orientamento, che mette in discussione la teoria dello *shareholder value*, la sensazione di "misura colma", sensazione che ha portato a sostenere la necessità di un nuovo "contratto sociale"<sup>20</sup> fra le imprese e le comunità in cui operano, mentre a livello delle stesse Nazioni Unite, Kofi Annan è stato promotore dell'emanazione di "principi di responsabile investimento".<sup>21</sup>

---

<sup>17</sup> Vedi nota n. 7.

<sup>18</sup> Si veda: P. Coombes, *Agenda of a shareholder activist*, The McKinsey Quarterly, No. 2, 2004; si vedano anche le iniziative del fondo CalPERS in: [www.calpers.ca.gov/](http://www.calpers.ca.gov/).

<sup>19</sup> Sul tema si veda la sintesi: P. Gazzola, P. Mella, *Corporate Performance and Corporate Social Responsibility (CSR). A necessary choice?*, Economia Aziendale 2000web, [www.ea2000.it](http://www.ea2000.it), No. 3/2006, p1-22.

<sup>20</sup> Sul tema: S. Bovini, L. Mendica, J. Oppenheim, *When social issues become strategic*, The McKinsey Quarterly, No. 2, 2006.

<sup>21</sup> Si veda: [www.unglobalcompact.org](http://www.unglobalcompact.org); si segnalano in particolare i principi dell'ICGN, gli Hermes principles, il "UK Social Investment Forum". Di grande interesse è il principio che richiede che le pratiche di lavoro corrette dei paesi occidentali dovrebbero essere assicurate anche nei paesi più poveri: ad indicare gli effetti negativi di strategie di investimento poco attente alla CSR, viene spesso portato l'esempio del boicottaggio dei prodotti della Nike, da

Se obiettivo del *private equity* è far crescere l'azienda, per portarla alla quotazione, è possibile osservare che il livello dei rischi percepito dal mercato azionario è collegato sempre più ad aspetti intangibili, quali l'immagine e la reputazione e, quindi, la valutazione dell'attrattività di un investimento e della sua convenienza deve considerare congiuntamente aspetti economico-finanziari, sociali e ambientali<sup>22</sup>.

D'altra parte anche recenti adeguamenti della normativa sulle società, dalla responsabilità amministrativa delle persone giuridiche alla nuova disciplina sul risparmio, concorrono a favorire lo sviluppo di società con strategie coerenti con obiettivi di sviluppo sostenibile, non solo economico finanziario, ma anche sociale e ambientale.

Il conflitto non appare scelta coerente con lo sviluppo dell'impresa e la possibilità per gli operatori in capitali di rischio di generare valore per i propri sottoscrittori risiede in uno sviluppo duraturo dell'impresa target.<sup>23</sup>

Una conferma di questa ipotesi viene dall'analisi di quanto comunicano ai loro sottoscrittori due importanti istituzioni: il fondo CalPERS e il Fondo PIONEER.

Il fondo CalPERS (*Californian Public Employees Retirement System*)<sup>24</sup> ha svolto un ruolo di leader nel movimento per la *Corporate Governance*. Quale fondo pensione più importante negli USA, il suo Cda ha affermato che la buona *corporate governance* conduce al miglioramento della performance di lungo termine. CalPERS ritiene, inoltre, che un modello di buona *governance* richiede l'attenzione e l'impegno non solo del management ma anche di quella degli azionisti'. I "core values" del fondo sono: qualità, rispetto, integrità, trasparenza, *accountability*.

Il fondo è impegnato con investimenti in tutto il mondo, con particolare attenzione però alla California, dove sostiene diverse iniziative di investimento "verdi": "*We have a strong track record of mobilizing financial capital in new and innovative ways, consistent with the highest*

---

tutti conosciuto. Sul tema: The McKinsey Quarterly, *The McKinsey Global Survey of Business Executives: Business and Society*, McKinsey Quarterly -Web exclusive, January 2006

<sup>22</sup> Si veda: I.Davis, *What is the business of business?*, The McKinsey Quarterly, No. 3, 2005. Occorre inoltre osservare che il dibattito sulle strategie di investimento dei fondi pensione sottolinea come gli stessi possano trovarsi in situazioni di conflitto di interesse: i risparmi provenienti da dipendenti di aziende "domestiche", potrebbero essere indirizzati a sostenere iniziative in Paesi in via di sviluppo, che presentano migliori performance e quindi coerenti con la necessità del fondo di assicurare in futuro la pensione ai suoi sottoscrittori, ma così facendo il fondo potrebbe contribuire alla crisi delle imprese dove lavorano i suoi sottoscrittori, da cui proviene la raccolta. Questa osservazione implica come la sfida degli operatori di *private equity* sia proprio quella di contemperare congiuntamente le attese dei diversi *stakeholders*, con una visione aperta della complessità delle decisioni da prendere. Per gli interventi sul tema si veda: [www.convip.it](http://www.convip.it).

<sup>23</sup> "Lo sforzo di tener conto delle problematiche sociali e ambientali alla fine viene ricompensato": è l'incipit di un articolo sul tema dell'etica nelle strategie aziendali. Si veda: D. Cogman, J. Oppenheim, *Controversial Incorporated*, The McKinsey Quarterly, No. 4, 2002.

*fiduciary standards. We are just starting to explore ways in which it can marry the jet stream of finance and the capital markets with public purpose. Our goals are to achieve positive financial returns, while fostering energy savings, sustainable growth and sound environmental practices. CalPERS is not simply a passive holder of stock. We are a "shareowner," and take seriously the responsibility that comes with company ownership".*

Un altro esempio è il fondo Pioneer, uno dei più “vecchi” fondi di investimento, creato nel 1928, ora acquisito dal Gruppo Unicredito. Nella presentazione della filosofia del fondo, si ribadisce: *“Pioneer Investments si pone un obiettivo più ampio nello svolgere l’attività di investimento: oltre alla massimizzazione del rendimento, anche la massimizzazione dei benefici non finanziari. Appoggiare anche queste nuove logiche, diverse da quelle prevalenti di massimizzazione del profitto, soddisfa il nostro desiderio di essere pionieri”*.

Pioneer gestisce alcuni fondi “etici”, fondi per i quali i risparmiatori hanno dato delle indicazioni di investimento in linea con il proprio sistema di valori. Pioneer osserva: *“Le performance sono in linea con i fondi di investimento che non integrano la responsabilità sociale nelle valutazioni.... Le considerazioni etiche ci consentono di abbinare alla selezione delle società finanziariamente più attraenti, valori intangibili. Questi si traducono, nel lungo periodo, in una minore rischiosità dell’investimento grazie alla loro capacità di abbattere il rischio di incidenti legati a comportamenti negativi.”* Il processo di investimento coniuga la valutazione finanziaria con le considerazioni etiche. Per soddisfare le diverse tipologie di risparmiatori, il fondo *“costruisce portafogli di investimento basati su titoli di società che si distinguono significativamente nel loro operato in termini di etica e di ambiente”*<sup>25</sup>.

Per completare questa disanima, può essere opportuno riportare i “core values” espressi da un importante operatore di private equity<sup>26</sup>: *“We believe that the highest standard of integrity is essential in business. In all our activities, we aim to: be commercial and fair, respect the needs our shareholders, our staff, our suppliers, the local community and the business in which we invest, maintain our integrity and professionalism, strive for continual improvement and innovation. ....3i aims to conduct its business in a socially responsible manner. It is committed to being a responsible member of the communities in which it operates and recognises the mutual benefits of engaging and building relationships with those communities. 3i believes that respect for human rights is central to good corporate citizenship...”*

---

<sup>24</sup> Vedi: [www.calpers.ca.gov/](http://www.calpers.ca.gov/)

<sup>25</sup> Vedi: [www.pioneerinvestments.com](http://www.pioneerinvestments.com)

<sup>26</sup> Vedi: 3i, [www.3i.com](http://www.3i.com)

La lettura di queste “*mission*” conferma l’ipotesi che una maggior presenza di investitori in capitali di rischio nelle imprese italiane potrebbe portare al superamento di alcuni dei limiti del capitalismo familiare italiano.

Cambiamenti dei sistemi di delega, rendicontazione, ma soprattutto supporto allo sviluppo di strategie di crescita, che comportano l’adozione di modelli di amministrazione e controllo evoluti, sono alcuni degli effetti che l’apertura a soci esterni viene a determinare per le società partecipate.

Appare di rilevante interesse sottolineare gli obiettivi che i fondi perseguono: “massimizzazione dei risultati economico-finanziari, in un contesto di rispetto della comunità sia sociale che ambientale nel quale operano le iniziative finanziate”. La verifica sul campo delle scelte strategiche implementate dalle aziende partecipate sarà l’oggetto di successive ricerche.

## 6. Conclusione

Una maggior presenza di investitori istituzionali nelle imprese italiane dovrebbe favorire l’implementazione di politiche di sviluppo “sostenibile”, insieme a quelli di recupero della competitività, come sottolineato dal titolo del convegno 2006 dell’AIFI<sup>27</sup>. Le statistiche evidenziano, infatti, come nel corso dell’ultimo biennio ben il 60% delle quotazioni di imprese non finanziarie, registrate nel mercato italiano, sia riconducibile a portafogli di investitori istituzionali. Dal 1997 al 2005 sono state 50 le società accompagnate da un operatore di *private equity* nei diversi segmenti del mercato gestito da Borsa italiana; nel mercato Star, le imprese *venture backed* rappresentano il 33,3 % del numero delle quotate e raggiungono il 34,9% della relativa capitalizzazione.

Molte statistiche confermano gli effetti positivi sulla performance economica e sulla dinamica dello sviluppo delle imprese partecipate rispetto al periodo precedente. Una maggior attenzione ai temi della CSR, ai temi della tutela dell’ambiente possono essere attesi da una maggior presenza di investitori istituzionali nelle imprese italiane, in quanto essi stessi, spesso, traggono le risorse da una raccolta preveniente da investitori “etici”, attenti al rispetto delle regole e delle attese di tutti gli *stakeholder*, comprese le “generazioni future”.

Tuttavia l’ingresso di un investitore istituzionale in un’impresa rappresenta sempre un forte momento di discontinuità: gli investitori istituzionali devono rendere conto del loro investimento a risparmiatori, i quali hanno affidato loro dei risparmi per finanziare successivamente la propria pensione o altri bisogni.

---

<sup>27</sup> G. Bracchi, *L’impatto del private equity sullo sviluppo economico*, in AIFI, *Il private equity e la ripresa economica*, Convegno 28 marzo 2006.

Pur con l'attenzione all'implementazione di strategie corrette nei riguardi dell'ambiente sociale e naturale, è indubbio, da verifiche fatte sul campo, che l'ingresso di un azionista finanziario pone delle sfide al miglioramento della redditività, alla crescita sostenibile, all'ambiente di lavoro. La necessità di offrire rendimenti soddisfacenti ai propri sottoscrittori "stressa" spesso coloro che si trovano ad operare nell'impresa partecipata, con attese di riduzione dei costi e di incremento dei ricavi, attraverso una gestione attiva degli investimenti e delle combinazioni produttive.

Contributo positivo è quello portato soprattutto al modello di *corporate governance*, dove l'intervento in qualità di azionista di minoranza del fondo favorisce una elevata trasparenza dei comportamenti: la richiesta di bilanci certificati, e quindi di sistemi di controllo efficienti, favorisce anche lo sviluppo di imprese manageriali, con una miglior ripartizione dei compiti fra fondatore e generazione successiva, compreso il management.

L'operazione presenta alcuni punti critici, dalla fissazione del prezzo di ingresso, in quanto definisce anche il possibile valore di *exit*, date le aspettative di remunerazione del private equity, alla definizione dei patti parasociali che guideranno la vita dell'impresa, fino alla definizione delle modalità di uscita.

Il processo diventa una strada di successo se i concetti di trasparenza e *accountability* pervadono tutti i soggetti coinvolti e l'impresa diventa comunità di persone che collaborano insieme per lo sviluppo dell'iniziativa. Capitale finanziario e capitale intellettuale diventano le due grandi risorse che possono consentire all'impresa italiana di uscire dalla situazione di stasi nella quale essa si viene a trovare.

Stimoli al cambiamento, a una gestione più efficiente, vengono sempre di più dagli operatori di *private equity* che sono in grado di finanziare quelle operazioni di *LBO e family buy out* che rappresentano spesso l'alternativa disponibile per la continuità aziendale. L'Italia vede un numero significativo di imprese fondate negli anni '50, che ora sono quindi a circa sessanta anni dalla fondazione dell'impresa, coinvolte in una fase di passaggio generazionale. Il ruolo degli attori del fondo di investimento può essere significativo per superare eventuali crisi, non solo organizzative, che possono nascere nei processi di passaggio generazionale. Aprire la propria impresa all'intervento di azionisti esterni è una sfida più che economica, culturale, che richiede un contributo di tutti gli operatori, dalla P.A. ai consulenti, alle banche e soprattutto alla "formazione".

## References

AIFI (2004), Private equity e Corporate Governance nelle Imprese, *Quaderni sull'investimento nel capitale di rischio*, AIFI / PWC.

- AIFI-PWC (2006), *L'impatto economico del private equity e venture capital in Italia*, Marzo.
- Bovini S., Mendica L. and Oppenheim J. (2006), When social issues become strategic, *The McKinsey Quarterly*, No. 2, [21-30]
- Bracchi G (2006), *L'impatto del private equity sullo sviluppo economico*, in AIFI, *Il private equity e la ripresa economica*, Convegno 28 marzo
- Brambilla Pirelli E. (a cura di) (2002), *Alberto e Giovanni Pirelli, Legami e conflitti – Lettere 1931 – 1965*, Archinto, Milano
- Centrale dei Bilanci (2004), *Economia e finanza delle imprese italiane, XVII Rapporto, 2000-2002*, Bancaria Editrice, Roma
- Cogman D. and Oppenheim J (2002), Controversial Incorporated, *The McKinsey Quarterly*, No. 4 , [31 - 40]
- Coombes P. (2004), Agenda of a shareholder activist, *The McKinsey Quarterly*, No. 2, [61-71]
- Davis I. (2005), What is the business of business?, *The McKinsey Quarterly* , No. 3, [51-60]
- De Bortoli F. (2006), *Manifesto in favore delle piccole imprese*, Il Sole24Ore, 23 luglio
- De Laurentis G. and Caselli S. (2004), *Miti e verità di Basilea 2*, Egea, Milano
- Dematté C.(1999), La grande questione: a chi spetta governare l'impresa, *Economia e management*, Editoriale, No.1, [1-6]
- Dematté C. (2001), La non crescita: una malattia da curare, *Economia e management*, Editoriale, No. 4, [1-8]
- Dematté C. (2000), Ripensare i modelli di impresa, *Economia e management*, Editoriale, No. 6, [1-7]
- Gazzola P. and Mella P. (2006), *Corporate Performance and Corporate Social Responsibility (CSR). A necessary choice?*, *Economia Aziendale 2000web*, www.ea2000.it, No. 3, [1-22]
- Gervasoni A. (2006), *Il mercato italiano del private equity e Venture Capital nel 2005*, in Convegno Annuale AIFI, *Il private equity e la ripresa economica*, Milano, 28 marzo
- Mangaiatordi B. and Giacomel E. (2002), Il dissesto dei piani pensionistici della società Enron: alcune riflessioni sul sistema dei fondi pensione negli Stati Uniti e in Italia, *Quaderni tematici Covip – Speciale* No. 3, [41-79]
- Sapelli G. (2004), *Giochi proibiti. Enron e Parmalat capitalismi a confronto*, Bruno Mondatori, Milano
- The McKinsey Quarterly (2006), *The McKinsey Global Survey of Business Executives: Business and Society*, The McKinsey Quarterly -Web exclusive, January
- [www.calpers.ca.gov/](http://www.calpers.ca.gov/)
- [www.covip.it](http://www.covip.it)
- [www.pioneerinvestments.com](http://www.pioneerinvestments.com)
- [www.3i.com](http://www.3i.com)