

# L'assemblea degli azionisti presieduta da Giorgio Ferrari approva il bilancio Credem: dividendo 0,50 euro per azione

Rinnovato con 13 esponenti il consiglio di amministrazione per il triennio 2006-2008

MICHELE ANDREOLI

L'Assemblea degli Azionisti di Credem, presieduta da Giorgio Ferrari, ha approvato in sede ordinaria il bilancio individuale e consolidato dell'esercizio 2005, redatto secondo i nuovi principi contabili internazionali IAS/IFRS, che ha registrato un utile netto consolidato di 249,5 milioni di euro, +73,1% rispetto al 2004 (144,1 milioni di euro), come da progetto proposto dal consiglio di amministrazione del 29 marzo scorso.

L'Assemblea ha confermato la distribuzione di un dividendo di 0,50 euro per azione (0,25 euro nel 2004), che avverrà in due tranches: la prima, di natura ordinaria di 0,30 euro per azione, sarà messa in pagamento a partire dal 25 maggio 2006 con stacco cedola 22 maggio 2006; la seconda tranche, di natura straordinaria di 0,20 euro per azione, sarà messa in pagamento a partire dal 28 settembre 2006 con stacco cedola 25 settembre 2006. Il monte dividendi complessivo ammonta a 139,3 milioni di euro (68,9 milioni di euro nel 2004). Si è proceduto inoltre ad aumentare da dodici a tredici il numero dei membri del consiglio di amministrazione chiamandovi a far parte Giovanni Viani.

Nell'ambito del rinnovo del Consiglio di Amministrazione sono stati riconfermati inoltre tutti i consiglieri in scadenza di mandato per il triennio 2006-2008 con presidente Giorgio Ferrari, e vicepresidenti Franco Terrachini e Luigi Maramotti, quest'ultimo rinominato dopo aver rassegnato le dimissioni, per allineare la scadenza del proprio mandato con quella di tutti i restanti esponenti.

**I risultati economici consolidati del 2005** - Nel 2005 il conto economico di Credem presenta una crescita dell'utile netto consolidato del 73,1% raggiungendo 249,5 milioni di euro (144,1 milioni di euro nello stesso periodo del 2004). Il ROE consoli-



Giorgio Ferrari, presidente Credem

dato a fine 2005, si attesta al 23,2% (14,8% nel 2004).

Il margine di intermediazione registra un incremento del 15,9% e raggiunge 945,4 milioni di euro rispetto a 815,6 milioni di euro nel 2004.

Il margine d'interesse evidenzia una crescita del 18,6% a quota 375,7 milioni di euro rispetto ai 316,9 milioni di euro del 2004. All'aumento delle consistenze si è associato l'effetto positivo sullo spread conseguente alla maggiore focalizzazione del portafoglio creditizio sulla clientela privata e sulle piccole e medie imprese.

La raccolta indiretta ha evidenziato una crescita del 10,5%, raggiungendo 42.966 milioni di euro (38.866 milioni di euro nel 2004). Nel dettaglio la raccolta gestita è aumentata del 13,2% a quota 17.995 milioni di euro rispetto a 15.894 milioni di euro del 2004; in particolare le gestioni patrimoniali registrano un aumento del 55,5% a quota 5.046 milioni di euro rispetto a 3.245 milioni di euro dello stesso periodo del 2004. La raccolta amministrata è invece cresciuta del 8,7% a quota 24.971 milioni di euro rispetto a 22.972 milioni di euro del 2004.

Gli impieghi per cassa netti verso la clientela ordinaria sono cresciuti del 9,1% raggiun-

gendo 12.718 milioni di euro (11.652 milioni di euro nel 2004), mentre al netto dei pronti contro termine la crescita è del 9% (12.601 milioni di euro nel 2005 contro 11.560 milioni di euro del 2004). Il processo di riposizionamento del credito, ormai in fase di assestamento, si evidenzia nell'aumento registrato dal credito verso la clientela mid-corporate nonché dal peso crescente dell'e-

posizione verso lo small business e i privati.

Complessivamente i mutui ipotecari alle famiglie aumentano del 24,5% con oltre 3.370 miliardi di euro di consistenze e flussi erogati per circa 1.030 milioni di euro (+24,1%).

Il Tier 1 capital ratio è pari a 7,7% (7,6% anno precedente). Il Total capital ratio è pari a 9,9% (10,6% anno precedente).

A fine 2005 la struttura distributiva del Gruppo si articola in 455 filiali, 40 centri imprese, 46 negozi finanziari. I dipendenti sono oltre 4.900 e i promotori finanziari con mandato 834. Le principali linee operative che vedono impegnato il Gruppo riguardano l'ampliamento della base clientela, l'espansione selettiva dei punti vendita, il miglioramento ulteriore della governance di costo, l'ottimizzazione nell'utilizzo del capitale in particolare nella prospettiva di entrata in vigore del nuovo accordo di Basilea, il potenziamento della filiera produttiva e distributiva del wealth management. Relativamente all'andamento reddituale consuntivo, le prime indicazioni 2006 fanno segnare, nella gestione caratteristica, un contenuto incremento.

L'intervento della Simplicifinze Partners

## Decisioni aziendali e tassi a termine

di Marco Rubini

Nell'articolo precedente è stata introdotta la logica ed il significato dei tassi a termine (o forward) ed è stato esposto che il mercato determina i tassi di interesse sulla base della considerazione congiunta



dei tassi interbancari (Euribor - Libor ecc., fino ai 12 mesi) e degli interest rate swap - IRS plain vanilla - per le scadenze pari o eccedenti i 12 mesi. Gli IRS sono dei derivati in base ai quali gli operatori considerano indifferente scambiare (to swap) l'incasso di un interesse fisso per un certo periodo contro pagamenti di interessi variabili semestrali, o viceversa. Per definizione l'IRS pone in situazione di indifferenza le due controparti, in quanto il valore attuale degli incassi derivanti dal tasso fisso (sulla base dei tassi a termine) ed il valore attuale dei pagamenti derivati dal tasso variabile devono coincidere. Ciò premesso, si è illustrato discorsivamente come la quotazione di un IRS implichi l'automatizzata "previsione" di una serie di tassi variabili periodali (c.d. tassi a termine).

Che riflessioni è possibile formulare in tema di decisioni aziendali? Se il mercato dei tassi si comportasse esattamente come ipotizzato nella quotazione dell'IRS, sarebbe teoricamente indifferente scegliere il tasso fisso o quello variabile, quindi la scelta andrebbe fatta sulla base dei preventivi di cassa aziendali, delle politiche di dividendi ecc., dato che la scelta del tasso fisso - rispetto a quello variabile - comporterebbe un esborso per interessi più elevato i primi anni e più basso gli ultimi anni.

Anche in questo ipotetico scenario, tuttavia, non dovrebbe essere dimenticato l'impatto che il costo dell'indebitamento (fisso vs. variabile) ha sulla determinazione del costo dei capitali investiti in azienda (WACC) e, in ultima analisi, sia sul valore dell'azienda

che sulla determinazione della soglia di rendimento oltre la quale un progetto di investimento è conveniente o meno (crea o distrugge valore) per l'azienda. Molto approssimativamente: costi del debito più elevati alzano il WACC, riducendo contestualmente sia il valore dell'azienda che la capacità di intraprendere progetti futuri, dato che aziende con WACC più bassi potranno scegliere di effettuare investimenti che risulteranno non convenienti per aziende con WACC più alti.

Dato che il mercato non si muove mai come implicitamente assunto dagli IRS e dalla conseguente curva dei tassi a termine, nella scelta tra tassi fissi e variabili ci si deve chiedere quali sono gli impatti di una variazione dei tassi variabili, rispetto a quanto implicitamente scontato dalla curva dei tassi a termine, sulla redditività aziendale, sui flussi di cassa, sul WACC, sul valore d'azienda.

Le decisioni sui tassi non sono né immediate né semplici, e richiedono tempi, analisi e riflessioni più lunghi di quelli ai quali la quotidianità spesso costringe, in quanto le loro conseguenze sono molto articolate, spaziando dalla redditività di breve periodo, alla competitività nel medio-lungo periodo, al valore dell'azienda. È solo attraverso l'uso avanzato del foglio elettronico e delle tecniche di simulazione che è possibile apprezzare tutti gli effetti di un aumento o di una diminuzione dei tassi a breve rispetto a quanto evidenziato dalla curva dei tassi forward e, in ultima analisi, effettuare una scelta ragionevolmente ponderata tra l'indebitamento a tasso fisso e quello a tasso variabile, o una scelta di acquisto di strumenti finanziari derivati per la copertura del rischio-flusso associato alla variabilità dei tassi di interesse.

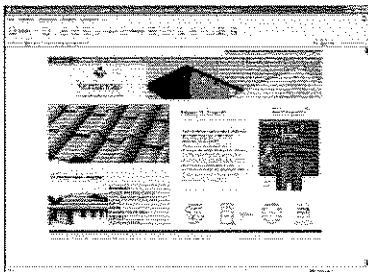
# Uno strumento di marketing interattivo ed innovativo e costantemente aggiornato Fornace Vardanega, on line il nuovo sito

Numerose immagini e contenuti informativi relativi all'azienda e ai suoi prodotti

**Possagno (Tv)** - La Fornace Laterizi Vardanega Isidoro di Possagno (TV), società leader in Italia per la produzione di coppi, ha recentemente presentato la nuova versione del sito Internet [www.vardanega.isidoro.it](http://www.vardanega.isidoro.it), già visitabile on-line.

La struttura, che riflette il format grafico della comunicazione aziendale, offre numerose immagini e contenuti informativi di sicuro interesse per tutti gli operatori del settore. Semplice ma incisiva è stata infatti la scelta di basare tutta la comunicazione sul prodotto mettendone in particolare evidenza le caratteristiche tecniche ed informative.

Una agile e rinnovata architettura di navigazione permette di accedere facilmente alle diverse sezioni tematiche, riviste e arricchite di numerosi dettagli. Particolare cura è riservata alla presentazione dell'azienda, do-



tata di inediti approfondimenti nei servizi ai clienti e alla gamma prodotti con la descrizione delle diverse tipologie di materiali e con utili informazioni sulla composizione e le istruzioni per la posa in opera. Rinovata anche la galleria di presentazione di tutte le migliori realizzazioni effettuate con l'ampia e variegata gamma di coppi Vardanega.

Nella home page del sito è possibile vedere le news relative all'azienda e ai prodotti, mentre

una sezione è dedicata al "Tetto del mese", ovvero la migliore realizzazione segnalata dagli stessi agenti. Prevista inoltre un'area riservata, destinata agli utenti che con una semplice registrazione possono così rice-

vere tutta una serie di documenti tecnici, dalle voci di capitolato, alle certificazioni di prodotto e quanto altro utile al professionista. Un sito ricco di servizi e notizie costantemente aggiornato, disponibile ora in versione italiana e che al più presto sarà tradotto anche in inglese. Per far conoscere questo nuovo strumento è stata avviata una campagna on-line di promozione i cui risultati sono lusinghieri: in un mese si sono registrati sul sito web circa 2.200 visitatori.

L'intervento dello Studio Rubini & Partners

## Dal tasso variabile al tasso fisso

di Marco Rubini



Nei tre articoli precedenti è stato sinteticamente e discorsivamente esposto cosa sia un derivato, cosa siano i tassi a termine, come possano essere impiegati nella scelta tra l'indebitamento a tasso

secre decrescente ed in dollari, e via dicendo. Gli swap che non hanno le caratteristiche citate quasi certamente assumono caratteristiche di speculatività, con rilevanti conse-

guenze in termini di valutazione ed esposizione a bilancio. Particolare attenzione va posta nell'esame di swap che contengono formule del tipo «se il tasso supera la soglia di x%, allora il tasso pagato dal cliente sarà xyz, altrimenti...».

Molto spesso, infatti, queste clausole contengono implicitamente la vendita di opzioni sui tassi dal cliente alla banca, che comporta l'assunzione di rischio nei confronti della banca da parte del cliente, che è l'esatto contrario del perseguimento dello scopo di copertura. Le opzioni sui tassi saranno oggetto di successivi approfondimenti. Altrettanto, va posta attenzione alla presenza di altre clausole che fanno sì che il profilo dello swap sia difforme a quello c.d. plain vanilla. In ogni caso, è necessario verificare se la sottoscrizione dello swap, congiuntamente al mutuo a cui si riferisce, conduce al risultato di coprire il rischio flusso, ovvero al risultato opposto, cioè alla assunzione di rischio. Per far ciò, risulta di fondamentale importanza la simulazione dei risultati a cui si perviene sommando i flussi per interessi associati al mutuo con i flussi per interessi incassati e pagati associati allo swap, verificando volta per volta quali siano questi risultati, ipotizzando variazioni anche ampie del tasso variabile, con particolare attenzione al superamento (o meno) delle eventuali soglie contrattuali (c.d. clause knock-in o knock-out). Ancora una volta, l'uso del foglio elettronico può fornire indicazioni adeguate per evitare fraintendimenti.

quenze in termini di valutazione ed esposizione a bilancio.

Particolare attenzione va posta nell'esame di swap che contengono formule del tipo «se il tasso supera la soglia di x%, allora il tasso pagato dal cliente sarà xyz, altrimenti...».

Molto spesso, infatti, queste clausole contengono implicitamente la vendita di opzioni sui tassi dal cliente alla banca, che comporta l'assunzione di rischio nei confronti della banca da parte del cliente, che è l'esatto contrario del perseguimento dello scopo di copertura.

Le opzioni sui tassi saranno oggetto di successivi approfondimenti. Altrettanto, va posta attenzione alla presenza di altre clausole che fanno sì che il profilo dello swap sia difforme a quello c.d. plain vanilla.

In ogni caso, è necessario verificare se la sottoscrizione dello swap, congiuntamente al mutuo a cui si riferisce, conduce al risultato di coprire il rischio flusso, ovvero al risultato opposto, cioè alla assunzione di rischio. Per far ciò, risulta di fondamentale importanza la simulazione dei risultati a cui si perviene sommando i flussi per interessi associati al mutuo con i flussi per interessi incassati e pagati associati allo swap, verificando volta per volta quali siano questi risultati, ipotizzando variazioni anche ampie del tasso variabile, con particolare attenzione al superamento (o meno) delle eventuali soglie contrattuali (c.d. clause knock-in o knock-out). Ancora una volta, l'uso del foglio elettronico può fornire indicazioni adeguate per evitare fraintendimenti.

- lo swap sia del tipo plain vanilla (o il più vicino possibile a questo modello),
- il tasso incassato dall'imprenditore sia Euribor (cioè, in quest'esempio, coincida o sia statisticamente fortemente correlato con il tasso variabile del mutuo),
- il nozionale dello swap si riduca nel tempo seguendo il piano di ammortamento del mutuo,
- il tasso fisso pagato dal cliente sia certo e determinabile in anticipo, costante o scalfettato per tutta la durata dello swap,
- la durata dello swap non ecceda la durata del mutuo.

Parimenti, se il mutuo fosse in dollari, il tasso variabile dello swap dovrebbe essere riferito ai dollari, e non all'Euro o ad altra valuta, il nozionale dovrebbe es-

## SEI Investments sigla un'alleanza strategica

Con Global Wealth Management, un multi family office di Ginevra

**Sei Investments** (Europe) Ltd, una delle prime società al mondo nell'offerta di soluzioni d'investimento Manager-of-Managers per investitori istituzionali, ha annunciato di esser stata selezionata da Global Wealth Management Sa (Gwm), un multi family office con sede principale a Ginevra e uffici a New York, Lussemburgo, Milano e Roma, come unico partner per la strutturazione e la gestione di programmi d'investimento multimanager di tipo tradizionale, o long only.

L'alleanza tra Sei e Gwm combina le competenze di Sei nella selezione, costruzione e monitoraggio di portafogli di gestori istituzionali esterni con l'esperienza e la posizione competitiva di Gwm nella consulenza per famiglie e individui Ultra High Net Worth (Uhnw) nel settore degli investimenti tradizionali e alternativi, nel campo immobiliare, fiscale, filantropico, dei beni artistici e delle successioni familiari. Grazie all'accordo, Gwm proporrà ai propri clienti Gwm Multi Manager Fund, una soluzione d'investimento dedica-

ta che adotta la filosofia Manager-of-Managers di Sei. Gwm Multi Manager Fund è una Sicav multicomparto che risponde alla recente normativa europea Ucits III e registrata in Lussemburgo sotto la vigilanza della competente autorità di sorveglianza sul settore finanziario, Csf. Gwm Multi Manager Fund ha un focus geografico sulle diverse asset class e si articola nei seguenti cinque comparti che investiranno nei portafogli di gestori istituzionali selezionati da Sei:

- Gwm Global Bond
- Gwm Global Equity
- Gwm US Equity
- Gwm Pan Europe Equity
- Gwm Asia and Emerging Markets Equity

L'approccio Manager-of-Managers di Sei si differenzia notevolmente dai tradizionali prodotti multimanager, quali i fondi di fondi o le gpf, perché l'investimento non è in quote di fondi di gestori terzi. Attraverso mandati individuali di gestione dedicati, invece, si delega la gestione a un pool di manager istituzionali specializzati per stili/processi di investimento e solitamente non

accessibili alla clientela privata. I gestori sono scelti sulla base del loro processo d'investimento e del vantaggio competitivo nell'implementazione. Attualmente Sei possiede un database proprietario, formato in 25 anni di ricerca, con più di 20 mila portafogli di investimento e 5 mila società di gestione catalogate e analizzate: meno dell'1% di tali società (circa 45) gestisce poi i portafogli dei clienti.

Commentando l'accordo strategico, Marco Zanuso, responsabile per il business development di Sei nel Sud Europa, sostiene che «quest'alleanza è un ulteriore passo che conferma lo sviluppo di Sei su scala globale e siamo felici di essere stati scelti come partner di uno dei primi multi family office in Europa. Gwm ha sposato completamente il concetto di Manager-Of-Managers riconoscendone i vantaggi e delegherà a Sei la ricerca dei fund manager e la gestione di parte dei loro attivi. Il modello multi family office va affermandosi in tutta Europa e siamo particolarmente lieti di aver stabilito tale intensa relazione con Gwm».

# L'azienda padovana lancia un percorso formativo, unico in Italia, per costruire i manager del futuro

## “Mille Miglia” con Sistemi & Organizzazione

*I partecipanti, alla guida di auto d'epoca per testare la capacità di lavorare in squadra*

**PADOVA** – Il manager perfetto? Deve superare se stesso nell'affrontare una emozionante sfida outdoor al volante di vetture che hanno fatto la storia dell'automobile, ripercorrendo le gesta di Fangio e Nuvolari, come nella più classica Mille Miglia.

È questo il senso di MILLE MIGLIA TRAINING: non una gara automobilistica, ma un innovativo percorso di crescita per manager lanciato da Sistemi & Organizzazione, azienda padovana che dal 1987 opera nei settori della consulenza d'impresa e della formazione.

Come MILLE MIGLIA TRAINING, un'iniziativa originale, unica in Italia, con cui il successo d'impresa viaggia attraverso paesaggi affascinanti e percorsi pieni di sorprese. E questa volta non vince chi va più veloce, bensì chi denota capacità di lavorare in gruppo e uno spiccato stile di leadership. La presentazione, che ha avuto luogo alle cantine “La Montecchia” a Selvazzano Dentro (PD), ha visto i protagonisti al volante



di leggendari modelli Triumph, Alfa Romeo Spider Duetto, delle mitiche Fiat 124 Sport Spider America, fino all'intramontabile Fiat 500, alla Porsche 356 coupè, alla Singer Le Mans. Vetture ora docili, ora aggressive e difficili da domare, ognuna dotata di una specifica personalità e stile di guida. Con MILLE MIGLIA TRAINING l'automobile diventa così risorsa e al tempo stesso opportunità e sfida, affascinante metafora dell'impiego delle risorse

aziendali per il raggiungimento del successo d'impresa. Le strade sono teatro di prove di precisione cronometrica e abilità di guida, per le quali l'affiatamento del team e la fiducia reciproca risultano fondamentali. Prove in cui il pilota non può fare a meno del proprio navigatore e ogni componente del team ha il suo ruolo, preciso e insostituibile. Con l'imprevisto sempre dietro l'angolo, da affrontare con prontezza e una buona dose di creatività.

■ **L'intervento** dello Studio Rubini & Partners

## Cenni sulle opzioni sui tassi

di Marco Rubini



Nei quattro articoli precedenti è stato sinteticamente e discorsivamente esposto cosa sia un derivato, cosa siano i tassi a termine, come possano essere impiegati nella scelta tra l'in-

concordato nel contratto di opzione, se il tasso variabile di riferimento avrà superato lo strike rate; il venditore, invece, dietro l'incasso del premio,

si assume l'obbligo di debbitamento a tasso fisso e quello a tasso variabile – considerando anche i risvolti sul valore e sulla competitività d'azienda – cosa sia uno swap tasso fisso/variabile e quali caratteristiche debba avere, in relazione alla specifica situazione aziendale, per essere considerato strumento di copertura del rischio flusso generato dalla variabilità dei tassi. In quest'articolo si introduce il tema delle opzioni sui tassi di interesse, che sono strumenti finanziari derivati idealmente idonei a perseguire scopi opposti di assunzione di rischio. Infatti, come spesso accade, è la considerazione congiunta delle caratteristiche dello strumento e del suo uso – in relazione alla specifica situazione aziendale – a produrre effetti di copertura o di assunzione di rischio.

Un'opzione sui tassi è un contratto in base al quale una parte, dietro il pagamento di un premio e per una certa durata temporale, acquista la facoltà di ricevere il flusso differenziale tra un tasso di interesse fisso ed uno variabile, entrambi calcolati sul medesimo importo nozionale, purché venga superata (o non superata) una soglia (barriera) del tasso di riferimento dell'opzione (c.d. strike rate). Le opzioni sui tassi, in analogia alle opzioni sulle merci o sui cambi, possono essere di tipo call o put. L'acquirente di una opzione call avrà la facoltà di incassare il differenziale positivo tra il tasso variabile ed il tasso fisso

pagare il differenziale, se il tasso variabile di riferimento avrà superato lo strike rate e se il compratore avrà esercitato l'opzione stessa.

L'acquirente di una opzione put avrà la facoltà di incassare il differenziale positivo tra il tasso fisso ed il tasso variabile, se il tasso variabile di riferimento non avrà superato lo strike rate; il venditore, invece, dietro l'incasso del premio, si assume l'obbligo di pagare il differenziale, se il tasso di riferimento non avrà superato lo strike rate e se il compratore avrà esercitato l'opzione stessa. Il venditore dell'opzione è normalmente prenditore di rischio, a fronte dell'incasso di un premio.

Pertanto, bisognerà porre attenzione a tutti i contratti derivati che prevedono il pagamento di somme da parte della banca al cliente (c.d. upfront), in quanto ciò implica, nella maggioranza dei casi, l'assunzione di rischio e non la sua copertura.

Anche i derivati a c.d. “costo zero” (cioè quelli che non prevedono incassi o pagamenti espliciti all'atto della stipula) possono contenere l'acquisto e/o la vendita implicita di opzioni. Infine, bisognerà porre attenzione agli swaps contenenti delle barriere, in quanto molto spesso questi prodotti risultano dalla combinazione di swap plain vanilla con l'acquisto o la vendita di opzioni sui tassi, con il risultato di renderli difficilmente comprensibili, utilizzabili e valutabili. Il tema delle opzioni sarà approfondito, nei prossimi articoli.

## Mutuo Alberto si aggiudica il Press Key Award

*È la campagna pubblicitaria del Banco Popolare di Verona e Novara*

**Mercoledì** scorso presso l'Università Cattolica di Milano, si è tenuto il Galà di premiazione del PRESS & OUTDOOR KEY AWARD. L'evento, giunto alla terza edizione, ha lo scopo di premiare le più originali e accattivanti campagne pubblicitarie a livello nazionale. La Giuria, dopo aver esaminato le campagne in concorso, ha conferito il Press Key Award a MUTUO ALBERTO del Banco Popolare di Verona e Novara, per la Categoria Editor's choice.

A ritirare il premio per il Banco il Dott. Antonio Maurino, Direttore Marketing e la Dott.ssa Alessandra Guastalli, Responsabile Pubblicità.

Insieme a loro è salito sul palco per ritirare il premio

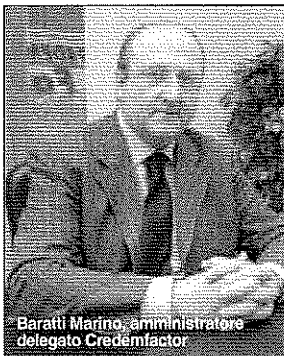


anche l'autore dell'immagine di Mutuo Alberto, il famoso vignettista Giorgio Forattini.

# È la società del gruppo Credem guidata dall'amministratore delegato Marino Baratti Credemfactor, nel primo semestre utile a +43%

Continua l'espansione: aperte cinque nuove filiali a Modena, Vicenza, Prato, Bari e Catania

**C**redemfactor, società appartenente al gruppo Credem, guidata dall'amministratore delegato, Marino Baratti, chiude positivamente il primo semestre 2006. I risultati del periodo, redatti secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS e approvati dal cda della società nei giorni scorsi, evidenziano un utile di 1,9 milioni di euro, +43% rispetto allo stesso periodo del 2005. Tale risultato è frutto della crescita sia dei volumi (+29%) sia degli impieghi medi (+22%). Il turnover, è pari a 498 milioni di euro con una quota di mercato pari allo 0,93% (era lo 0,79% nel primo semestre 2005). Gli impieghi nel primo semestre 2006 hanno raggiunto i 220 milioni di euro con un incremento del 31% rispetto all'anno precedente (167 milioni di euro). Significativo il valore dell'outstanding che passa da 235 milioni di euro nel primo semestre 2005 a 311 milioni di euro nel primo semestre 2006. Il margine d'intermediazione si è posizionato a 5,1 milioni di euro con una crescita del 42% rispetto a 3,7 milioni di euro nel 2005. Il margine da servizi ha raggiunto 2,5 milioni di



Baratti Marino, amministratore delegato Credemfactor

euro registrando un incremento del 42% rispetto al primo semestre 2005. I costi operativi hanno raggiunto 1,9 milioni di euro con un incremento del 28%, dovuto principalmente a spese sostenute per l'inserimento nell'organico di otto nuove risorse e per servizi resi da società del gruppo. Nei primi sei mesi del 2006 si è dato particolare impulso allo sviluppo della rete delle filiali con l'apertura a Modena, Vicenza, Prato, Bari e Catania ed alle attività per la sostituzione del sistema informativo e la realizzazione della nuova procedura fidi. Il costo/income è sceso, nei primi sei

mesi del 2006, al 40% rispetto al 49% nel primo semestre 2005.

L'utile ante imposte si è attestato a 3,3 milioni di euro, rispetto a 2,2 milioni di euro dello stesso periodo del 2005. «L'attività prosegue secondo le linee strategiche dalla pianificazione 2006/2008», ha dichiarato Marino Baratti, amministratore delegato di Credemfactor. «Lo sforzo più importante» continua Baratti «è stato rivolto al miglioramento sia dei prodotti offerti, quali ad esempio la convenzione fornitori, sia dei servizi resi alla clientela, come il nuovo servizio FAS (Factoring Soluzioni Telematiche), la suite dei nostri servizi web, e la specializzazione nell'operatività verso la pubblica amministrazione. Nel periodo si è data particolare attenzione allo sviluppo del prodotto pro-soluto che, in ottica Basilea II, consente di abbassare il profilo di rischio dell'impresa già nel breve periodo migliorando la qualità del capitale circolante e conseguentemente il rating. Sempre più efficace (vincente) l'azione commerciale degli specialisti factor sul territorio in stretta collaborazione con le reti di vendita della banca».

Intervento dello Studio Rubini & Partners

## Agevolazioni fiscali degli investimenti in brevetti

di Marco Rubini

Desidererei aprire una breve parentesi nell'ambito dei derivati e dare una piccola buona notizia.

Infatti, se mi è consentita un po' di ironia (sempre che ci riesca), in questa valle di lacrime fiscali, di cui si è visto l'ingresso



vestimento), a causa dei continui cambiamenti della normativa di cui sono stati responsabili tutti i governi almeno dell'ultimo quarto di secolo. Di seguito un esempio dell'effetto del cambiamento del perio-

do di ammortamento dell'avviamento (governo precedente) e dei marchi (governo attuale). Come è noto, la valutazione degli investimenti presuppone l'attualizzazione dei flussi di cassa monetari differenziali attesi, al lordo degli oneri finanziari ed al netto dell'effetto fiscale. In tale prospettiva, ogni cespite ammortizzabile contiene un cosiddetto scudo fiscale implicito, che è pari all'attualizzazione dei risparmi futuri di imposta dovuti all'ammortamento. È chiaro che il calcolo dello scudo fiscale è significativo sono note la durata dell'ammortamento fiscale, la percentuale di deducibilità dell'ammortamento e l'aliquota di im-

posizione fiscale. Un esempio: un imprenditore ha acquistato un ramo d'azienda nel 2003 pagando euro 1.500.000 di avviamento. Ipotizzando un costo medio dei capitali (WACC) del 10%, il valore implicito dello scudo fiscale era, al momento dell'acquisizione, di circa euro 343.000. Se si fosse potuto sapere in anticipo della variazione della normativa del 2005, si sarebbe calcolato uno scudo fiscale di Euro 288.500 circa. La differenza tra il valore dei due scudi rappresenta una perdita per l'imprenditore causata dalla variazione della norma fiscale. La perdita è tanto più alta quanto più recente è stato l'acquisto dell'avviamento.

Per i brevetti, però, l'agevolazione è concessa sui diritti registrati antecedentemente alla data del 4/7/2006 e nei cinque anni precedenti; ciò significa che l'acquisto di un brevetto registrato prima del 4/7/2001 sarà ammortizzabile in tre anni, e non in due. La relazione ministeriale al noto c.d. "decreto competitività" 223/2006 ne sottolinea le finalità agevolative per le imprese innovative che investono in brevetti. A ben vedere, si tratta di una innovatività d'impresa che presuppone che qualcun altro abbia già investito in ricerca e sviluppo e abbia già brevettato un'invenzione (magari all'estero?); ma dov'è la ricerca in Italia? Inoltre, la norma troverà concreta applicazione se si sceglierà di investire nell'acquisto attraverso una struttura italiana, scelta che continua purtroppo a perdere di appeal per tutta una lunga serie di motivi, non ultima l'impossibilità oggettiva di effettuare alcuna pianificazione fiscale in Italia (si legga: sapere quante imposte e tasse si pagheranno nell'arco di tempo in cui pianifico l'in-

vestimento). Un altro esempio: un marchio italiano viene acquistato da una società italiana nel 2002 per Euro 12.000.000. Valore dello scudo implicito nel 2002: Euro 2.746.500; valore dello scudo implicito con ricalcolo dell'ammortamento: euro 2.506.700. Fantascienza? No, purtroppo casi reali.

## Grande successo per "Ciottolando con gusto" Assaggi in riva al lago di Garda alla scoperta di Malcesine

**Nuovo, grande** successo per l'edizione autunnale di Ciottolando con Gusto, evento promosso dal Comune di Malcesine ed organizzato dall'Istituzione Malcesine Più, che conclude la stagione estiva della cittadina gardesana. La manifestazione, giunta ormai alla 5ª edizione, nasce dall'idea di coniugare i prodotti e la cucina del Lago con la scoperta delle bellezze della cittadina gardesana, in una vera e propria caccia al tesoro. Oltre 7000 assaggi hanno animato l'evento: per la due giorni, infatti, ben 18 di locali di Malcesine hanno presentato agli oltre 700 visitatori un piatto ideato per l'occasione, sul tema del piccante, del salato e del dolce. Ogni partecipante, mediante l'acquisto di un coupon, ha così potuto degustare qua e là specialità gastronomiche in alcuni fra i più bei locali della cittadina, guidato dalle fotografie degli Osti di Malcesine



realizzate da Tiziano Cristofoli. L'itinerario ganostromico si è così rivelato una singolare occasione per scoprire Malcesine e tutte le sue attrattive, a cominciare dalle tipiche strade, lastricate con i ciottoli che danno il nome all'evento. Ma il week end ha proposto anche tanti altri appuntamenti tra musica, arte e tradizione. I visitatori di Malcesine hanno infatti potuto visitare il Castello Scaligero simbolo della cittadina e l'esposizione

"Vetro e Scultura - Venti artisti interpretano Venini" che terminerà il 15 ottobre. Sabato si è invece tenuto il concerto del gruppo Morblues Band, mentre la serata di domenica è stata allietata dall'incalzante ritmo della musica brasiliana. Le giornate sono state infine arricchite dalla regata storica tra Malcesine e Bardolino, dove i bragozzi Siora Veronica e San Nicolò si sono sfidati in occasione della tradizionale gara annuale.

L'azienda Territoriale per l'Edilizia Residenziale di Verona chiama un apprezzato professionista

# Marchi nuovo direttore dell'ATER

Laureato in Ingegneria a Brescia, ha un passato di direttore tecnico organizzativo all'Ente Fiera di Verona

L'ATER di Verona, l'Azienda Territoriale per l'Edilizia Residenziale, da oggi ha un nuovo direttore generale. Si chiama Giorgio Marchi, un professionista con apprezzata esperienza nel campo dell'edilizia e non solo. L'ing. Marchi infatti ha un passato di direttore tecnico organizzativo all'Ente Fiera di Verona dove successivamente è stato al vertice dell'area rivolta ai servizi tecnici e generali dell'ente e della importantissima gestione organizzativa degli eventi fieristici. Un curriculum di tutto rispetto, a cui si aggiunge la sua presidenza di Rete Morenica Srl, società che gestisce impianti e reti di gas metano in 6 comuni veronesi. Laureato in ingegneria meccanica presso l'Università degli Studi di Brescia, Marchi è stato dipendente della Ansaldo Componenti Spa di Milano, con mansione di ingegneria progettuale con competenze di elaborazione e direzione dei lavori. Successivamente ha lavorato anche nel Comune di



Giorgio Marchi

Villafranca per la gestione del territorio ed è forse in quella sede che si è specializzato per il difficile compito che oggi lo attende. Coordinando per undici anni una sessantina di persone nell'ambito dell'edilizia privata, dell'urbanistica, dei lavori pubblici e dei servizi operativi. Oggi all'ATER lo aspetta un lavoro complesso di trasformazione e rinnovamento. L'ATER opera nell'ambito dell'edilizia pubblica, promuovendo e realizzando uno sviluppo del territorio in sintonia con i bisogni dell'individuo. Ente econo-

mico dotato di autonomia organizzativa, patrimoniale e contabile, si occupa di progettare e realizzare interventi di edilizia sociale, garantendo il giusto equilibrio tra il rispetto dei valori etici ai quali si ispira la cultura dell'Azienda e i risultati economici. L'ATER si rivolge oggi ad un'utenza più vasta rispetto al passato, che include realtà molto diverse, e offre un servizio globale che fa dell'uguaglianza il principio di base. L'Azienda interviene nel capoluogo e nella provincia di Verona, sia con progetti di nuove costruzioni sia con opere di recupero edilizio. I programmi, realizzati anche grazie all'incontro di capitali pubblici e privati, sono sempre orientati al rispetto del territorio e alla tutela dell'ambiente. L'ATER si impegna infatti nel recupero di aree degradate e abbandonate, per riaffermare il valore storico e risolverne l'immagine, progettando interventi il più possibile compatibili con il contesto ambientale in cui si trovano inseriti.

L'intervento dello Studio Rubin & Partners

## Tasso fisso o variabile: considerazioni un anno dopo

di Marco Rubin

Consideriamo che un imprenditore si fosse posto al 31/02/2005a domanda se indebitarsi a tasso fisso o variabile, oppure se coprire il rischio-flusso (che deriva da oscillazioni del tasso di interesse) su un mutuo indicizzato Euribor già in essere.

Questo soggetto avrebbe potuto consultare la curva dei tassi a termine (forward) e la tabella dell'IRS (Interest rate swap) e formulare le (alcune) considerazioni che seguono, sulle durate esemplificative di 5 e 10 anni (ignorando per semplicità gli spread applicati dalle banche). L'Euribor 3 mesi era circa il 2,2%. L'IRS a 5 anni era il 2,86% e a 10 anni il 3,29%. Ciò significava ipotizzare - data la curva forward al 31/02/2005 - che i tassi impliciti a breve sarebbero stati inferiori al 2,86% fino al periodo aprile-luglio 2007, e che sarebbero stati superiori per il periodo seguente e fino alla scadenza del quinquennio. Parimenti, i tassi impliciti a breve sarebbero stati inferiori al 3,29% fino a circa l'ottobre 2010, e che sarebbero stati superiori per il periodo seguente e fino alla scadenza del decennio.

Per il mercato e l'imprenditore, al 31/02/2005 - da un punto di vista attuariale - era indifferente scegliere il fisso del 2,86% 5 anni o del 3,29% 10 anni, oppure il variabile. Conseguenza, chi allora avesse scelto l'una o l'altra strada non avrebbe né guadagnato né perduto, a patto che i tassi a breve si fossero effettivamente mossi come atteso nelle curve forward. Ciò detto, ci sarebbero comunque state almeno due differenze rilevanti: a) nei conti economici sarebbe stato riflesso un tasso fisso costante del 2,86% 3,29% anziché una serie di tassi variabili via via crescenti nel tempo, dapprima inferiori al fisso, successivamente superiori ed ipotizzabili in base alla curva forward, con le conseguenze del caso in termini di cash flow netti attesi ecc;



b) il valore dell'azienda dipende anche dal costo dei mezzi investiti (capitale azionario e debito); e tanto più alto è il costo del debito tanto più basso è il valore dell'azienda e viceversa; quindi, la scelta del tasso fisso

avrebbe tendenzialmente diminuito il valore aziendale nei primi anni e lo avrebbe privilegiato negli anni successivi.

La scelta al tempo avrebbe potuto anche essere stata guidata dalla considerazione che il tasso fisso sarebbe risultato più conveniente del variabile se i tassi a breve si fossero alzati più di quanto implicitamente atteso dalla curva forward, e viceversa.

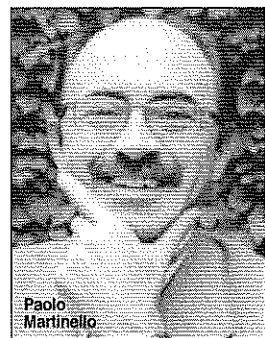
Cosa è successo un anno dopo? La Banca Centrale Europea (il cui primo mandato non è il sostegno all'economia, come la Fed americana) ha alzato i tassi 4 volte nel 2006, passando dal 2,25% a 3,25% con questo causando un aumento dell'Euribor superiore a quanto atteso un anno or sono. Ciò si riflette, oggi, in un Euribor 3 mesi del 3,4% contro il 2,5% implicito nella forward al 1/10/2005 per il 10/2006, ed un IRS 5 anni del 3,9% contro il 2,86% di un anno fa, ed un IRS 10 anni del 4,06% contro il 3,29% di un anno fa.

È oggi possibile affermare (con il senno di poi) che, alla luce dei dati odierni, la scelta da fare era quella del tasso fisso e non quella del tasso variabile o quella di coprire il rischio flusso su un mutuo esistente a tasso variabile con un derivato plain vanilla interest rate swap, purché effettivamente di copertura. Non è sempre andata così: negli anni 2001-2005 tassi variabili non sono quasi mai aumentati come atteso dalle forward, bensì sono scesi, penalizzando chi aveva scelto il tasso fisso. Oggi si ripropone la scelta: che fare? Excel, curve forward e simulazioni forniscono interessanti spunti di riflessione e scelta cosciente, ma mai certezze.

## Caso Parmalat, risarcimento di 38 milioni di euro

È l'ammontare della richiesta di Altroconsumo a Deloitte & Touche e ad Italaudit

L'iniziativa di tutela giudiziaria lanciata nel dicembre 2003 da Altroconsumo, associazione indipendente di consumatori, a favore dei danneggiati dal dissesto Parmalat, registra un passo in avanti decisivo. Gli avvocati che curano la causa di risarcimento danni per il caso Parmalat in Italia hanno notificato l'atto di citazione a Deloitte & Touche e Italaudit s.p.a. in liquidazione (ex Grant & Thornton) per conto di 2607 risparmiatori che si sono rivolti ad Altroconsumo. L'iniziativa è in collaborazione con Deminor. Si tratta di risparmiatori che, confidando nella certificazione dei revisori, furono indotti all'acquisto dei titoli. Se le società di revisione avessero svolto l'attività correttamente e senza omissioni, i titoli non sarebbero mai stati ammessi al mercato borsistico, né sarebbe stata data loro una valutazione positiva da parte degli analisti finanziari. La causa



Paolo Martinello

al momento coinvolge solo gli obbligazionisti - gli azionisti, per ragioni tecniche, agiranno in giudizio in un secondo momento - e le società di revisione che certificavano i bilanci della Parmalat. Il risarcimento richiesto dai risparmiatori supera complessivamente i 38 milioni di euro. L'articolo 164 del Testo unico della Finanza prevede esplicitamente che "il responsabile della revisione ed i dipendenti che hanno effettuato la revisione

contabile sono responsabili in solido con la Società di revisione per i danni conseguenti da propri inadempimenti o da fatti illeciti nei confronti della Società che ha conferito l'incarico e nei confronti dei terzi danneggiati". Secondo Altroconsumo il dolo dei revisori emerge chiaramente sia nel comportamento delle società di revisione che dalle omissioni nelle attività di controllo. In pratica le società di revisione sono venute meno all'essenza stessa della loro funzione, quella cioè di garantire agli operatori finanziari, e più in generale al mercato, la veridicità dei conti esaminati e certificati. L'ammontare del danno calcolato da Altroconsumo comprende la somma degli investimenti effettuati da ciascun risparmiatore, pari a 38.390.196,34 euro. Al totale richiesto dovranno essere aggiunti gli interessi non percepiti e il risarcimento per svalutazione monetaria.