

Dicembre 1931 X

8

Pro-memoria riservata per il
Sig. Zoepflitz circa la mobilitazione
"via Sofinstit" e "via crediti"

1) La così detta " Seconda marche à suivre " ha implicato la conservazione , attraverso Sofindit , della catena Comit-Comofin , ed ha limitato a 1000 la diminuzione del rischio industriale di Comit .

Scopo di questi appunti è cercare di rendersi conto della situazione di Comit , Sofindit e Comofin a sistemazione avvenuta , e della politica più confacente a tale situazione , con particolare riguardo alla possibilità di collaborazione col Mobiliare.

2) A tale fine si esaminano :

a) i bilanci di Comit , Sofindit e Comofin , a sistemazione avvenuta , ed il loro bilancio consolidato , sotto il rispetto patrimoniale ;

b) la situazione dei conti di Comit , pure a sistemazione avvenuta.

Sia i bilanci sub a) che la situazione sub b) (e questa ancora più di quelli) saranno molto approssimativi , essendo di necessità dedotti per variazione dalle situazioni esistenti , ma dovrebbero bastare per indicare approssimativamente l'ordine di grandezza dei fattori in gioco .

3)		C o m i t		
	azioni Sofindit	300	Capitale	700
	credito verso Sofindit	3.096	riserve	<u>600</u>
	" " Comofin	100	creditori	1.300
		<u>3.496</u>		<u>2;196</u>
		=====		3.496
				=====

Si sono considerati nel bilancio Comit solo gli elementi interessanti per questo esame , supponendosi che per il resto si

compensino attività e passività (come dovrebbero infatti , a sistemazione avvenuta) , e non tenendo conto (i dati non sono ancora disponibili) della indiretta partecipazione al Sindacato su azioni Comofin di cui appresso .

C o m o f i n

1.300.000 azioni		Capitale	630
Comit a 1250	1.625	riserve	20
	=====		<hr/>
			650
		debito verso Sofindit	800
		" " Comit	100
		" " diversi	75
			<hr/>
			1.625
			=====

S o f i n d i t

600 az. Comofin		Capitale	300
a 600	360	Debito postergato	1.000
Titoli industriali		" Bankitalia	800
intrinseco 2821		" Comit	3.096
sopraprezzo <u>1215</u>	4.036		
Credito verso			
Comofin	800		
	<hr/>		<hr/>
	5.196		5.196
	=====		=====

Per quel che riguarda il sindacato su azioni Comofin , si prescinde , agli effetti patrimoniali , dal fatto che esso gravi in parte sulla tesoreria di Comit , data la rispondenza dei componenti . Una riserva sarebbe da fare solo - come si è accennato - per la partecipazione indiretta di Comit (attraverso Itabanca e Donn) e di Sofindit (attraverso talune aziende di cui essa è quasi unica azionista , in quanto tale loro partecipazione possa mo-

dificare la loro situazione patrimoniale) .

- 4) Come riesce evidente dalla lettura dei bilanci riportati - non potendosi determinare la situazione patrimoniale di Comit senza conoscere quella di Sofindit , nè questa senza conoscere quella di Comofin , nè questa senza conoscere quella di Comit - l'unica uscita da tale circolo vizioso è un bilancio consolidato che riassume in un quadro unico la situazione di quella che è - dal punto di vista dei valori economici - un'unica azienda :

<u>bilancio consolidato</u>			
Sopraprezzo su proprie azioni bancarie	1.035	Capitale presso terzi (≠) riserve	380 <u>620</u>
Sopraprezzo su azioni industriali	1.215		1.000
Azioni industriali	2.821	Debito postergato	1.000
		" verso Bankitalia	800
		" " diversi	2.271
	<u>5.071</u>		<u>5.071</u>
	=====		=====

(≠) tale considerando il Sindacato azioni Comofin

Per sopraprezzo su proprie azioni bancarie si intende il prezzo per esse pagato oltre l'intrinseco , questo essendo eguale al book-value , quando le altre attività in bilancio siano buone al 100 % , non vi siano riserve occulte e non si tenga conto di valori di avviamento .

Tale sopraprezzo assorbe nel caso presente più che l'intero patrimonio del gruppo (capitale presso terzi e riserve) .

Mancano per ora i dati per compilare un conto profitti e perdite consolidato - conto che sarebbe per altro in misura notevolissima sotto l'influenza del fatto che il patrimonio , il debito postergato a tasso speciale e 250 di altri fondi di terzi sono as-

sorbiti dai sopraprezzi su azioni bancarie e industriali .

Si ritornerà più sotto - come premesso - sulle conseguenze che da questa situazione del gruppo parrebbe si debbano trarre in ordine alla situazione particolare di Comit .

5) Situazione dei conti di Comit

Prendendo a base la situazione al 31 agosto (ultima ora disponibile nella forma necessaria) e aggiornando alla fine di dicembre solo le cifre dell'esposizione verso la Banca d'Italia , si ha (in miliardi di lire) :

<u>Attivo</u>			<u>Passivo</u>
Risconto		2.9	Patrimonio e utili esercizio in corso
{Cassa	0.3		1.4
{Littorio (dont 0.4 CMF)	1.-	1.3	<u>Banca d'Italia</u>
<u>Debitori</u>			Sconto
in conto	1.7		2.9
portafoglio	1.3		n/ Polizza
riporti	0.2		0.2
diversi	<u>0.3</u>	3.5	divise
<u>Titoli</u>		5.1	<u>0.6</u>
<u>Accett. e Avalli</u>		1.4	3.7
<u>Stabili</u>		0.1	<u>Creditori</u>
			in conto
			7.8
			Acc. e Avalli
			<u>1.4</u>
			9.2
		14.3	
		=====	14.3
			=====

Supponendo di applicare ora alla surriportata situazione le modifiche inerenti alla nuova sistemazione , e di suddividere in pari tempo l'attivo secondo il tableau Battinelli (considerando cioè finanziari i crediti da 5 milioni in sù) si ha :

<u>Attivo</u>		<u>Passivo</u>
<u>Riserva liquida</u>		Patrimonio ≠ 1.4
Cassa, Littorio (tutto libero) e titoli Stato	1.5	Creditori, accettazioni ed avalli 9.2
<u>Attivo bancario</u>		Banca d'Italia 2.1
Crediti Italia ed Est.	2.3	
Riporti e diversi	0.5	12.7
Stabili di banca	<u>0.1</u>	=====
	2.9	
Titoli bancari e obbl.	<u>0.9</u> 3.8	(Non tenuto conto dell'operazione speciale con Istituto Assicurazioni)
<u>Attivo finanziario</u>		(≠ patrimonio contabile, da cui andrebbero dedotte le riserve da fare su talune partite dell'attivo)
Azioni Sofindit	0.3	
Credito verso Sofindit	3.1	
Crediti Italia e Est.	<u>4.-</u> 7.4	
	12.7	
	=====	

E' da tener presente che le partecipazioni bancarie di controllo implicano, al di fuori delle cifre sopra esposte, la responsabilità effettiva di Comit per circa § 150 milioni (lire 2.8) di mezzi di terzi presso affiliate ed associate (occorrerebbe ingagine sugli investimenti correlativi).

Si ripete - ad abundantiam - l'avvertimento già fatto, e che cioè queste cifre non pretendono ad esattezza alcuna, ma debbono servire soltanto ad indicare approssimativamente l'ordine di grandezza dei vari elementi.

6) Situazione del gruppo e situazione di Comit

Anche con la riserva appena fatta, la fisonomia di Comit a sistemazione avvenuta sembra ora apparire ben chiara, e chiaramente appaiono la sproporzione persistente fra l'attivo bancario e l'attivo finanziario, dato il carattere bancario del passivo, ed il peso, fi-

nanziario ed economico , del debito verso l'Istituto di emissione.

Si è da ciò inevitabilmente condotti a considerare la necessità di un ulteriore ingente smobilizzo , che attenui quella sproporzione .

Circa il modo dello smobilizzo , occorre tener presente innanzi tutto la situazione patrimoniale , anche nella sua connessione con il conto perdite e profitti .

La conclusione a cui ha portato più sopra il bilancio consolidato del gruppo è indubbiamente vera dal punto di vista dei valori economici sussistenti o insussistenti in un gruppo di aziende legate fra loro in catena .

Essa suppone però la cancellazione della personalità giuridica delle singole aziende ed una ripartizione uniforme di oneri e di utili .

Ma a norma del diritto obiettivo vigente tale uniformità non è giuridicamente ammissibile , violando essa i diritti dei diversi azionisti e creditori .

Voler tradurre tali diritti singoli in termini economici è d'altra parte , come si è visto , assunto contraddittorio , a meno che non ci si contenti di un ragionamento " de minimis " ossia di stabilire dei diritti minimi , determinando la situazione di ciascuna azienda a prescindere intieramente dalla sua partecipazione nella catena .

Ora è chiaro che questa ipotesi " de minimis " diviene tanto meno arbitraria quanto minore è la partecipazione di ogni data azienda nella catena .

In altre parole, sino a che Comit è interessata in Sofindit con 300 di azioni e 3.096 di credito , qualsiasi tentativo di determinare la situazione patrimoniale di Comit come azienda a sè stante

non può che condurre nel circolo vizioso già descritto , mentre la considerazione " de minimis " posta a risultati evidentemente inferiori al vero (dovendosi per l'assunto del ragionamento considerare eguali a zero le azioni Comit possedute da Comofin , mentre il calcolo stesso porta ad attribuire a Comit un residuo di patrimonio).

Se invece l'interessamento di Comit in Sofindit si limitasse ai 300 di capitale , che comunque sono perduti (anche prescindendo dall'interessamento di Sofindit in Comofin) , il ragionamento " de minimis " applicato a Comit prende tutt'altro valore e porta ad una valutazione attendibile dell'azione Comit .

In altri termini ancora , riducendosi l'interessamento di un'azienda nella catena , la verità economica e la esigenza giuridica tendono ad identificarsi . Le perdite del bilancio consolidato si spostano verso le aziende che rimangono maggiormente incatenate e così gli oneri economici ad esse inerenti .

E nel caso specifico , mentre liquidando oggi per ipotesi la Comit e quindi Comofin il patrimonio di Comit verrebbe certo in molta parte assorbito , via Sofindit , dalle minusvalenze che affiorerebbero in Comofin , ciò non sarebbe più il giorno in cui Sofindit avesse pagato il suo debito a Comit .

Ciò che verrebbe - fra parentesi - a migliorare anche la situazione della Banca d'Italia , quale creditrice di 800 milioni con garanzia di azioni Comit .

Sembra dunque che si possa concludere che lo smobilizzo di Comit via Sofindit implica - per la natura speciale di questa via - un miglioramento nella struttura patrimoniale che altre vie non implicano .

Allo stato delle cose , tale via , così come quella dei crediti finanziari , sembra implicare l'intervento del Mobiliare .

7) Smobilizzo e reddito

La questione deve essere ancora esaminata sotto due aspetti : l'aspetto reddito e l'aspetto rischio .

Per quanto riguarda il reddito il problema sembra porsi nei termini seguenti :

premessi che l'esistenza della nota clausola della Convenzione che vincola Comit al reddito del suo apporto in Sofindit fa sì che la rottura o l'alleggerimento della catena non esercitino sul conto economico di Comit tutto il benefico influsso che eserciterebbero sulla sua struttura patrimoniale ;

premessi che la necessità dello smobilizzo , quale appare dalla situazione di Comit non sembra consistere soltanto nel rimborsare la Banca d'Italia del suo credito e nel ridurre o annullare gli avalli finanziari (ciò che potrebbe in ipotesi avvenire anche attraverso un riafflusso di depositi , sul che si tornerà sotto) , ma nel diminuire parecchio oltre la misura di quel debito l'attivo finanziario , in modo da riportarlo in una più normale proporzione colla cifra e colla natura bancaria dei mezzi di cui l'Istituto dispone ;

premessi ancora che lo statuto del Mobiliare non impone alle operazioni di questo nessun limite minimo di durata ;

tutto ciò premesso , bisogna dunque esaminare quale sia l'aggravio positivo o negativo (cessazione di utili) connesso colle due forme possibili di smobilizzo dell'attivo finanziario , via crediti o via Sofindit , nei due casi limite concepibili :

a) in cui non si preveda per un tempo prolungato alcun riafflusso

veramente importante di depositi e lo smobilizzo serve quindi anzitutto a rimborsare la Banca d'Italia ;

b) in cui si preveda un riafflusso così importante e rapido da poter in breve rimborsare in tal modo la Banca d'Italia .

Mentre il caso sub a) sembra in pratica , per ragioni d'ordine generale su cui non è qui necessario soffermarsi , il più verosimile , occorre notare che il caso sub a) si riduce al caso sub b) una volta rimborsata la Banca d'Italia , l'aggravio positivo o negativo dello smobilizzo dovendo allora venir misurato in relazione al costo dei depositi che lo smobilizzo stesso rende liberi .

Caso a) :

si può supporre che il denaro (obbligazioni) del Mobiliare venga a costare qualcosa più del Consolidato , diciamo sul $6 \frac{1}{2}$;

come è noto , il tasso Banca non scende normalmente in Italia sotto il 5 % (è stato del $4 \frac{1}{2}$ per l'ultima volta nel 1886 - ed anche prima della guerra il 5 rappresentava il plafond normale) ;

i crediti finanziari fra il 2,50 e il 3 % sopra il tasso ufficiale ;

quindi - a meno di prevedere nel prossimo futuro un profondo e duraturo mutamento nella struttura del nostro mercato finanziario e monetario è più conveniente per Comit , caeteris paribus , e sotto il puro aspetto del reddito , rimborsare la Banca d'Italia servendosi di denaro (obbligazioni) del Mobiliare , che potrà costare dall'1 all' $1 \frac{1}{2}$ più del denaro della Banca d'Italia , che non facendosi rimborsare dalle industrie dei crediti su cui guadagna dal $2 \frac{1}{2}$ al 3.

Caso b) :

chiamiamo

x il costo medio delle disponibilità (in cui non entrano , ex hypothesis , fondi della Banca d'Italia) ;

y il reddito medio degli investimenti (compreso naturalmente il credito verso Sofindit) .

I

Facendosi rimborsare dalle industrie i crediti finanziari (che sono gli investimenti più redditizi) Comit libera del denaro , il cui costo rimane x , e lo reinveste in affari ordinari meno redditizi , abbassando con ciò il livello di y .

II

Facendosi pagare da Sofindit in titoli del Mobiliare :

- a) se Comit tiene i titoli del Mobiliare in portafoglio , la situazione reddito rimane immutata : data la nota clausola , Comit viene a percepire su questo nuovo investimento quello che percepiva sul suo credito verso Sofindit (naturalmente mutano in modo radicale la situazione patrimoniale , come si è già visto : la situazione rischio, come si vedrà e la situazione tesoreria , i titoli del Mobiliare essendo lombardi e collocabili) ;
- b) se invece Comit colloca i titoli del Mobiliare libera del denaro che , data sempre la nota clausola , le costa :

$x + x'$ - dove x' = differenza fra il costo di smobilizzo ed il reddito di Sofindit , sino a che questo reddito non pareggi il costo medesimo : in tal caso $x' = \text{zero}$.

Tale danaro Comit reinveste in affari ordinari , e con ciò aumenta o diminuisce y , a seconda che il reddito di questi affari ordinari sia maggiore o minore del reddito di Sofindit (ossia del reddito che Comit riceve prima dello smobilizzo sul suo credito verso Sofindit) .

Il problema della scelta fra I e II , b) si pone quindi (a parità naturalmente di somme in giuoco) così : se la variazione nello scarto fra x e y , causata dallo spostamento dei due termini

in seguito allo smobilizzo , sia maggiore nell'uno o nell'altro caso.

E semplifichiamo :

oggi

reddito di Sofindit	$3 \frac{1}{2}$
crediti ordinari (tasso ban ca)	7
" finanziari	10
costo smobilizzo	$6 \frac{1}{2}$

il movimento , per le somme in giuoco , supposte pari , è :

sub I - x resta fermo - y si riduce di 3 , e con y , lo scarto
fra x e y

sub II b) -x aumenta di x' , che è eguale alla differenza fra $6 \frac{1}{2}$
(costo smobilizzo) e $3 \frac{1}{2}$ (reddito Sofindit) e quindi
x aumenta di 3 ;
y aumenta della differenza fra investimenti ordinari :
7 , e il reddito di Sofindit : $3 \frac{1}{2}$ - e quindi cresce
di $3 \frac{1}{2}$.

Quindi : lo scarto fra x e y $\left\{ \begin{array}{l} \text{scema sub I di 3} \\ \text{cresce sub II di } 1/2 \end{array} \right.$

domani

reddito di Sofindit	5
crediti ordinari e tasso b.ca	5
crediti finanziari	$7 \frac{1}{2}$
costo smobilizzo	$6 \frac{1}{2}$

sub I - y diminuisce di $2 \frac{1}{2}$

sub II b) - x cresce di $1 \frac{1}{2}$
y rimane immutato

Quindi lo scarto fra x e y $\left\{ \begin{array}{l} \text{diminuisce sub I di } 2 \frac{1}{2} \\ \text{diminuisce sub II di } 1 \frac{1}{2} \end{array} \right.$

Quindi tanto " oggi " quanto " domani " conviene a Comit piuttosto
II che non I , e cioè piuttosto smobilizzare il suo rischio industria-

le via Sofindit che non via crediti finanziari .

Altra conseguenza è che (sempre supposto rimborsato il debito verso la Banca d'Italia) se si dovesse prevedere un rapido ed importante aumento nel reddito di Sofindit , conviene lo smobilizzo via Sofindit , conservando in portafoglio i titoli del Mobiliare.

Ma evidentemente questi esempi non sono che esempi, che illustrano il modo di funzionamento della formula sopra esposta , e che tutt'al più , essendo basati su cifre che o sono ~~le~~ attuali o appaiono verosimili , indicano una maggiore convenienza di II .

Previsioni sicure , nell'uno o nell'altro senso sono evidentemente impossibili .

8) Smobilizzo e rischio

E' ovvio - anche per chi volesse accentuare al massimo il concetto che i crediti finanziari sono sostanzialmente delle partecipazioni - che tali partecipazioni sono partecipazioni privilegiate , nel capitale e negli interessi .

Quindi , anche nella ipotesi estrema che : crediti finanziari = azioni privilegiate - esser rimborsati dalle industrie prima che da Sofindit , significa iniziare lo smobilizzo e la riduzione del rischio industriale di Comit vendendo le azioni privilegiate prima delle ordinarie .

E poichè la capacità di assorbimento del mercato (e quindi di azione del Mobiliare) ha un limite - e al Mobiliare naturalmente converrebbe meglio iniziare l'acquisto dalle " azioni privilegiate " (ossia dai crediti) - significa correre il rischio di raggiungere tale limite prima di aver iniziato la vendita delle " azioni ordinarie " . E considerando l'entità delle cifre in gioco , tale rischio appare piuttosto un pericolo certo .

9) Lo smobilizzo nei suoi tre aspetti

Riassumendo :

premessa la necessità di un ingente smobilizzo e riduzione del rischio industriale di Comit - e ciò in base alla situazione approssimativa a sistemazione effettuata (parag. 6) ;
si è visto nel par. 7 , che , caeteris paribus , sino a che Comit sia indebitata con la Banca d'Italia le conviene , sotto lo aspetto del reddito , iniziare lo smobilizzo del suo credito verso Sofindit ; e che , la Banca d'Italia una volta rimborsata con altri mezzi , tale convenienza probabilmente permane , o non è comunque meno probabile della non convenienza ;

ma : caetera non sunt paria :

si è visto nel paragr. 6) che lo smobilizzo via Sofindit è più conveniente dal punto di vista della struttura patrimoniale di Comit , e nel paragr. 6) che è più conveniente dal punto di vista del rischio industriale di Comit , (anche senza tener conto di quanto osservato nel paragr. 7) circa la convenienza anche per la tesoreria nell'ipotesi di non dover collocare i titoli del Mobiliare nel pubblico - pagina.14) .

Pare dunque di poter concludere che convenga a Comit, nell'iniziare il suo ulteriore smobilizzo , appuntare i suoi sforzi nell'ottenere da Sofindit il pagamento del suo credito in titoli del Mobiliare .

Occorre ricordare che eventuali emergenze attive sui titoli di proprietà o nel reddito di Sofindit sarebbero comunque acquisite a Comit attraverso il suo possesso del capitale di Sofindit .