



Fondazione Meeting per l'amicizia fra i popoli
XXXVI Edizione

*Di che è mancanza questa mancanza, cuore,
che a un tratto ne sei pieno?*

Ore: 19.00 **Sala Poste Italiane C2**

NUOVI STRUMENTI FINANZIARI PER LO SVILUPPO DELLE COOPERATIVE

Workshop in collaborazione con **Cooperativa Muratori & Cementisti - C.M.C. di Ravenna Società Cooperativa**. Partecipano: **Giampiero Bergami**, Head of Capital Markets and Investment Banking Italy Network di Unicredit; **Francesco Confuorti**, Presidente e Amministratore Delegato di Advantage Financial; **Roberto Macrì**, Direttore Generale CMC; **Andrea Mandel-Mantello**, Chief Executive Officer and Partner Advicorp Plc.; **Gabriele Vianello**, Head of Corporates for Global Markets Italia BNP Paribas. Introduce **Massimo Matteucci**, Presidente CMC. Modera **Andrea Cabrini**, Direttore *Class CNBC*.

ANDREA CABRINI:

Buonasera, benvenuti a tutti. Grazie di essere con noi qui all'incontro intitolato *Nuovi strumenti finanziari per lo sviluppo delle cooperative*, promosso da Cooperativa Muratori Cementisti. Già nel nostro video copertina avete visto il percorso che ha portato la Cooperativa Muratori Cementisti di Ravenna dagli inizi del '900 a diventare uno dei leader assoluti nel mondo delle costruzioni, nazionale e non. CMC ha anche un altro primato: è la prima cooperativa industriale al mondo che ha emesso un bond, un'obbligazione. È successo poco più di un anno fa, un'esperienza pionieristica che sottolinea quello di cui parleremo questa sera. La crisi ha cambiato le regole del gioco per tutti, compreso il mondo cooperativo che ha una così forte importanza per il nostro Paese anche nel rapporto con il mercato dei capitali e il mondo finanziario. Questa sera ci sarà uno dei primi confronti pubblici tra professionisti della finanza, investitori e mondo della cooperazione. Due mondi che tradizionalmente sono sempre stati abbastanza lontani, hanno sempre parlato lingue diverse. Ora che le regole sono cambiate, e quello che vediamo accadere in queste ore sui mercati finanziari globali, ci dicono quanta necessità ci sia di nuove forme di finanziamento, di parlare una lingua più comune, di dotarsi di nuovi strumenti per lo sviluppo e per la crescita. Concretamente come si fa? Quali sono le esperienze, qual è il bilancio di quello che CMC ha fatto e che potrà fare in futuro? Ne parleremo con alcuni protagonisti ed esperti. Prima di tutto, invito sul palco il Presidente di CMC, Massimo Matteucci.

MASSIMO MATTEUCCI:

Benvenuti a tutti. Buon pomeriggio. Il video ha praticamente raccontato non solo i nostri anni di storia, ma anche il senso di questa iniziativa e di questi incontri che, per il terzo anno consecutivo organizziamo insieme al Meeting di Rimini. Abbiamo cominciato tre anni fa con un'importante iniziativa legata al tema della legalità, che nel nostro Paese è e rappresenta un elemento importante di qualificazione, di distinzione, e di affidabilità delle imprese, in un settore come il nostro, esposto a rischi di infiltrazione di criminalità. Ne abbiamo parlato con personaggi importanti: il Professor Fiandach, due PM impegnati nelle procure di Reggio Calabria e di Palermo. Da quell'esperienza, abbiamo tratto la volontà di rappresentare una distintività organizzativa ed operativa che fa della legalità e della trasparenza un modo non solo di essere e di vivere la nostra cooperativa, ma di lavorare, quindi di concepire la qualità del nostro prodotto. L'anno successivo invece, abbiamo trapiantato l'obiettivo di parlare dei nostri processi di internazionalizzazione. Una dimensione come la nostra, che ha raggiunto negli ultimi decenni una dimensione così importante, non è possibile da sostenere senza processi di articolazione industriale, territoriale, tecnologica e produttiva, come CMC è riuscita ad affrontare e a sostenere. Mi

riferisco in particolare alla nostra presenza sulle grandi infrastrutture, sul nostro territorio nazionale, nella dimensione europea, ma soprattutto nella dimensione tecnologica a livello internazionale. Ne abbiamo parlato con il Professor Vaciago, con il Presidente di LegaCoop Mauro Lusetti. Ne abbiamo parlato in chiave di crescita, di sviluppo, di sostenibilità di un percorso che da solo non era assolutamente scontato che fosse in qualche modo rappresentato e raggiunto. Quest'anno diamo un ulteriore giro di vite, come si suol dire, al bisogno che abbiamo di rappresentare una modalità ulteriore di crescita e di sviluppo, dopo aver affrontato un'esperienza importante come quella di essere la prima cooperativa di lavoro al mondo a sottoscrivere e ad utilizzare lo strumento dei bond, le obbligazioni internazionali, dal luglio dell'anno scorso. Nel luglio dell'anno scorso CMC ha emesso trecento milioni di bond sui mercati internazionali ed ha raggiunto un ottimo risultato di richieste di adesione, intorno agli ottocento milioni. Abbiamo perciò raccolto anche un ottimo risultato per quello che riguarda la considerazione, e quindi la valutazione dell'azienda. Essendo la prima esperienza, ed essendo uno degli elementi di maggiore novità rispetto al bisogno che abbiamo continuamente di mantenere il passo con la crescita e quindi anche con la dimensione del nostro settore, per noi questa esperienza diventa fondamentale. Non cerchiamo quindi solo di socializzarla, ma vogliamo trasformarla in un elemento di spinta che consente di valorizzare ulteriori passi in avanti. Possiamo pensare di crescere come azienda cooperativa non necessariamente rinunciando alla nostra storia, alla nostra cultura, al nostro passato e al nostro trascorso, ma costruendo l'opportunità di una crescita ulteriore, non solo dal punto di vista organizzativo, ma anche di governance complessiva. Una crescita che riguarda la specializzazione, sia per la prospettiva di mantenere un'impresa fortemente orientata al mercato che, facendo proprie le parole di Nullo Baldini, uno dei fondatori del movimento cooperativo italiano: "sappia coniugare efficienza imprenditoriale e solidarietà sociale". È una sfida alla quale noi crediamo e nella quale stiamo investendo energie, risorse e soprattutto tutta la nostra credibilità e impegno dal punto di vista sociale ed imprenditoriale.

ANDREA CABRINI:

Grazie Presidente Matteucci per averci dato la ragione per cui CMC ha promosso questo incontro; grazie anche per averci ricordato l'esperienza concreta che avete fatto partire dal luglio dello scorso anno. Ha anche introdotto alcuni degli elementi su cui si gioca il rapporto tra mondo cooperativo e mondo della finanza: la credibilità, la governace e gli assetti organizzativi interni. Ne parleremo adesso con alcuni dei protagonisti di questo "mondo a confronto". Li presento subito: Giampiero Bergami, responsabile del Capital Markets and Investment Banking del Network italiano Unicredit. Francesco Confuorti, Presidente e Amministratore Delegato di Advantage società finanziaria. Roberto Macrì, Direttore Generale di CMC. Andrea Mandel-Mantello, Chief Executive Officer e Partner di Advicorp, grande esperto di corporate e finance di Investment Banking. Gabriele Vianello che è responsabile Corporate for Global Markets in Italia di BNP Paribas. Iniziamo questo confronto partendo da come la situazione è cambiata nel rapporto tra mondo della cooperativa, quello delle imprese e i nuovi strumenti finanziari. Sapete che il nostro è il Paese in cui la dipendenza del credito industriale, delle imprese rispetto al canale bancario è tra i più alti in assoluto in Europa. Supera l'ottanta per cento. Nel mondo anglosassone la proporzione è esattamente opposta. Quattro anni fa il Governo Monti, al termine dell'estate lanciò un decreto che ha sostanzialmente aperto la possibilità anche per le società non quotate di accedere al mercato di capitali attraverso le obbligazioni. Da lì in avanti si è fatto un grande sforzo, spesso a parole, ma in parte nei fatti, per creare un ponte tra il risparmio degli italiani, che continua ad essere uno dei più grandi patrimoni che

abbiamo nel Paese, e l'economia reale. Parto subito con Vianello, che conosce così bene questo mercato, per capire cosa è cambiato dopo il decreto Monti. La promessa di creare un ponte tra risparmio ed economia reale si sta realizzando? Se sì, in che termini?

GABRIELE VIANELLO:

Buonasera a tutti. Il decreto Monti di quattro anni fa ha creato un mercato. Mi spiego. Fino a quattro anni fa, in Italia, soltanto le aziende quotate potevano avere accesso al mercato di capitali del debito e potevano quindi emettere obbligazioni che potevano essere sottoscritte da investitori internazionali. Adesso si è creato un mercato che prima non c'era perché ci sono poche società italiane quotate, e quindi solo pochi avevano accesso al mercato di capitali. Da allora, altre aziende, anche grandi, che non sono quotate - come Ferrovie dello Stato, o SEA, la Società dell'aeroporto di Milano - hanno potuto avere accesso al mercato di capitali. In quel contesto era molto importante, perché il 2011 era il momento in cui c'era la crisi nei paesi sovrani, c'era una forte turbolenza sui mercati e c'era una scarsa possibilità di avere accesso al mercato bancario. Col decreto Monti, si è creato un mercato. C'è stato un grosso interesse da parte di investitori istituzionali a nome italiani. Mediamente, l'ottanta per cento di queste obbligazioni sono state sottoscritte da investitori esteri. E poi si è aperto il mercato dei cosiddetti mini-bond, il mercato che permette alle aziende più piccole di avere alternative al sistema bancario.

ANDREA CABRINI:

Cosa dice questo al mondo delle cooperative?

GABRIELE VIANELLO:

Il mondo delle cooperative è molto interessante. Noi, con Unicredit, abbiamo avuto la fortuna di accompagnare CMC sul mercato. È vero quello che diceva il Matteucci: CMC non è l'unica cooperativa ad aver emesso bond, ma è l'unica azienda che è rimasta cooperativa; tutte le altre che hanno avuto accesso al mercato si sono societarizzate, cioè si sono trasformate in S.P.A.

ANDREA CABRINI:

Il caso che molti conoscono è quello di Manutencoop, IGD o Granarolo che hanno utilizzato la SPA per entrare sul mercato.

GABRIELE VIANELLO:

Quando abbiamo presentato CMC, all'inizio c'era scarsa conoscenza; poi gli investitori si sono resi conto che la cooperativa è più stabile come struttura societaria, rispetto a una S.P.A, privata o pubblica.

ANDREA CABRINI:

Rispetto a queste caratteristiche, arriveremo a dire che cosa fa la differenza. Vorrei sapere da Bergami se questo sistema, che alcuni hanno paragonato ad un big bang nel settore finanziario italiano, cioè uscire lentamente dalla centralità del credito bancario per andare verso altre forme, sta davvero avvenendo oppure no. Anche Vianello ricordava che il 90% degli investitori che hanno partecipato a questa operazione, sono investitori stranieri anche quando mettono i loro soldi sulle aziende italiane. Cosa sta succedendo davvero?

GIAMPIERO BERGAMI:

Sta succedendo quello che è accaduto nei paesi anglosassoni qualche decina di anni fa. Anche nel nostro Paese, il mercato dei capitali sta lentamente avviandosi verso quella

specializzazione, quella profondità che consente la disintermediazione del credito bancario. Cosa vuol dire? Oggi le imprese che decidono di raccogliere quattrini per investirli, possono effettivamente contare su un novero di investitori che non sia esclusivamente rappresentato da banche, da intermediari finanziari come le banche. È un processo ancora molto giovane, e, come spesso accade nel nostro Paese, probabilmente più lento di quello che ci si potrebbe auspicare. Però è un processo avviato. I numeri non sono ancora così significativi, anche se in assoluto abbiamo visto un accesso che, come ricordava Vianello poc'anzi, prima era inibito. Non c'è dubbio che è iniziato un percorso che riteniamo sostanzialmente ineluttabile e irreversibile, per cui immaginiamo che in un numero di anni che, ripeto, probabilmente non sarà breve, potremmo avvicinarci a quel rapporto tra finanziamenti derivanti dal sistema bancario e finanziamenti derivanti da fonti alternative, da compagnie di assicurazione per stare sul lato del debito e altre forme di aggregazione del risparmio, se ragioniamo invece sul capitale di rischio. È ragionevole perciò che in un numero di anni, anche nel nostro Paese quel rapporto di dipendenza dal sistema bancario si riequilibri a favore di forme alternative.

ANDREA CABRINI:

Bergami, le chiedo però se quello che sta succedendo non ha un po' preso in contropiede questa rivoluzione, e mi spiego. In questo momento, la situazione è diversa rispetto al 2011: le banche hanno tanta liquidità in pancia grazie alle operazioni di Mario Draghi, della BCE, e hanno di nuovo voglia di concedere credito alle imprese, anche se non a tutte naturalmente. Di fatto, quindi, sono di nuovo in concorrenza con queste forme di finanziamento alternativo, soprattutto dal punto di vista dei costi. D'altro canto, sappiamo che è in vista, e sta già maturando, una nuova stretta nei requisiti patrimoniali regolamentari da parte dei grandi regolatori internazionali, quanto meno per le banche sistemiche. In Italia Unicredit è sostanzialmente la prima in questa lista, e questo costringerà le banche a dover accantonare più capitale e quindi, di conseguenza, fare meno credito in futuro. Cosa peserà di più nel rapporto con il mondo delle cooperative e le sue esigenze nella finanza?

GIAMPIERO BERGAMI:

Questa è una osservazione fondamentale perché, come lei ha appena ricordato, in realtà c'è un processo altrettanto ineluttabile e irreversibile del sistema delle banche che è guidato dal comitato di Basilea. Sono regole che vengono imposte agli intermediari creditizi in termini di capitale di vigilanza; quelle regole, in prospettiva, sono già state determinate, richiederanno sempre più capitale a fronte degli stessi attivi. Quello che è a sinistra dello stato patrimoniale delle banche dovrà essere sostenuto a destra da quantità sempre maggiori di capitale di rischio, per motivi di regolamentazione. Questo significa, come ricordava lei, che a parità di altre condizioni, per le banche sarà sempre meno fattibile, sempre meno profittevole prestare denaro a medio lungo termine, cioè prestiti che vanno oltre a i 24-36 mesi. Questo significa che esiste una pressione molto forte e molto significativa per tutto il sistema economico per emanciparsi e liberarsi da quella bancocentricità - un termine orrendo che però rende l'idea - alla quale ci riferivamo poc'anzi. È un processo ineluttabile e, se succederà qualcosa, è probabile che queste regole verranno inasprite e quindi sarà ancora più penalizzante per gli intermediari creditizi prestare denaro nel lungo periodo. Come lei ricordava, si è venuta a determinare una circostanza che riteniamo tuttavia contingente, che è la politica monetaria della Banca Centrale Europea, che come sappiamo tutti è in un momento di grandissima espansione. E rischia di esserlo ancora di più visto quello che sta succedendo. La circostanza che si è venuta a generare è che la BCE ha prestato denaro a tassi e condizioni estremamente

favorevoli a tutte le banche appartenenti all'area euro; le banche italiane sono state grandi utilizzatori di queste quantità di denaro messe a disposizione, più o meno come hanno fatto le altre banche europee, e hanno rigirato questa liquidità sul sistema, finanziando le imprese a tassi molto convenienti e quindi implicitamente scoraggiando le imprese ad accessi alternativi al finanziamento. Riteniamo però che questo sia un elemento solamente contingente, che ritarda quel processo che riteniamo ineluttabile.

ANDREA CABRINI:

Francesco Confuorti, quando questo processo è iniziato si è detto: questa è la volta buona. Anche perché le banche nel 2011 e 2012 non avevano grande credito da erogare. In più, organizzando questa operazione, avrebbero guadagnato in termini commissionali e avrebbero spostato fuori dal bilancio una parte dei rischi. Una convergenza di interessi che avrebbe dovuto innescare un meccanismo molto accelerato che in realtà stenta un po' ad aprirsi. Come vede la situazione, cosa ne pensa lei?

FRANCESCO CONFUORTI:

Buonasera. Il problema principale è che le banche italiane, a differenza delle banche estere, hanno un bilancio molto più esposto a quelli che sono i problemi di Basilea III, perché la struttura finanziaria del nostro sistema è una struttura più piccola, che richiede più capitale di rischio messo ad assicurare che il bilancio delle nostre banche funzioni meglio. E c'è un'altra situazione di base: le banche italiane hanno un costo del denaro più alto degli altri. A questo punto, essendo il mercato del risparmio italiano gestito come un oligopolio dalle banche italiane stesse, esse stanno trasferendo il rischio sui risparmiatori finali. Questo va bene, perché dovrebbero sapere qual è il carattere del rischio che trasferiscono e quindi non creano un'asimmetria di mercato. Questa è un'analisi oggettiva sulle banche italiane. La qualità del credito delle nostre piccole e medie aziende, secondo me, viene meglio servito da aziende internazionali, perché hanno una capacità migliore di gestire il loro bilancio e hanno un costo minore di *funding*, quindi sono più propense a prendere il rischio con degli spread più bassi. Questa è un'analisi asettica, non vuol togliere niente alle banche italiane. Il problema della bancocentricità del sistema italiano è rimasto intatto. C'è solo un'asimmetria del rischio, ma il sistema bancario italiano ancora dà le carte agli altri, ma si prende la percentuale. Ed è un costo importante per le aziende italiane. L'azienda che ci sta ospitando questa sera, per esempio, potrebbe essere meglio intermediata da un mercato internazionale più ampio perché ha una capacità internazionale molto cospicua. Ho visto che è molto presente in Africa e, anche tramite la Banca Africana degli Sviluppi, ci sono delle grosse opportunità per poter avere un *funding* importante, in modo da accedere in quel continente a delle commesse e a delle strutture molto più interessanti. Quindi il problema del credito è un problema che ha due facce. La prima faccia è che le banche continuano a trasformarsi, seconda è che trasmettono questo credito ai piccoli risparmiatori o ai fondi comuni che poi sono sottoscritti dai nostri fondi pensione e dai risparmiatori, dove però c'è un'asimmetria di rischio perché non conoscono bene cosa gli trasferiscono. A parte qualche buona azienda italiana, come quella di cui stiamo parlando stasera, di cui si possono vedere i numeri e il progresso.

ANDREA CABRINI:

Andrea Mandel-Mantello, riavviciniamoci al caso di CMC, perché siamo partiti dal descrivere le condizioni di mercato, l'evoluzione delle possibilità di finanziamenti, nuove forme di finanziamento a cui fa riferimento anche il titolo del nostro incontro di questa sera. Vorrei però capire, a partire dalla sua testimonianza, dalla sua esperienza, che cosa

insegna la storia di CMC, come si è avvicinata al mercato dei capitali, come è stata accolta, come sta usando il mercato per crescere da qui in avanti.

ANDREA MANDEL-MANTELLLO:

Buonasera. La storia di CMC è una storia simile a quella di tantissime altre aziende italiane che fino a poco tempo fa ha dovuto affidarsi al sistema bancario, ma che, con grande garbo e grande prudenza, ha iniziato a verificare la disponibilità di fonti alternative di finanziamento, in un periodo storico in cui le banche italiane stavano ritirandosi dal fornire finanza a medio termine. E questo è un qualcosa che pesava chiaramente alla CMC. L'esplorazione delle fonti alternative è avvenuta con grande prudenza, avvicinando sia banche che investitori, presentando piani industriali estremamente prudenziali e verificando la disponibilità di questo mercato, alternativo a quello obbligazionario, a fornire questa finanza. Verificata la disponibilità - oggi sono presenti alcuni dei protagonisti dell'operazione che hanno creduto nella CMC - hanno deciso di andare avanti, di procedere con questa forma alternativa, che peraltro, oltre a dare una finanza a medio termine di dimensioni molto importanti, aveva condizioni di documentazione, sebbene in apparenza complicate, in realtà molto semplificate rispetto alle banche italiane.

ANDREA CABRINI:

Abbiamo aperto ricordando quanto pesa il settore delle cooperative sulla nostra economia, soprattutto le cooperative di produzione lavoro. Che cosa, sulla base di questa esperienza, vi sentite di dire rispetto alle condizioni di mercato, alla possibilità di seguire questa strada?

ANDREA MANDEL-MANTELLLO:

Il problema non è tanto se un'azienda è una cooperativa o no, ma se è meritevole di credito da una parte e se ha dimensioni sufficienti per poter accedere ai mercati internazionali dall'altra. Queste dimensioni purtroppo escludono molte aziende italiane precluse da questo mercato e che invece possono provare a rivolgersi al mercato dei mini bond in Italia. Che poi possono essere mini fino a un certo punto. L'importante è che si tenga presente che è difficile accedere ai mercati internazionali con importi inferiori a 150-200 milioni di euro. Questo è il problema principale. Altrimenti credo che per un'azienda, sia essa una cooperativa, una SpA, o anche un'azienda di famiglia molto privata, contano i numeri e il merito del credito.

ANDREA CABRINI:

Con Roberto Macrì torniamo direttamente ai protagonisti. Ci aiuti a capire a un anno e un mese dall'operazione, qual è il vostro bilancio. Come ricordava Mandel-Mantello, sicuramente siete arrivati a questa nuova soluzione perché il credito bancario comportava in termini di oneri economici e in termini di relazione delle difficoltà. Ma perché siete arrivati a fare quest'operazione in questi termini?

ROBERTO MACRÌ:

Innanzitutto bisogna fare un passo indietro, che ci porta alla valutazione che facemmo al tempo di intraprendere questa operazione. La valutazione era: CMC come cooperativa ha un tetto sulla testa, che è quello del capitale. CMC ha 400 soci, che sono i suoi dipendenti, con una capacità finanziaria di una normale persona che vive di reddito di lavoro dipendente. Questa struttura assolutamente incompatibile con un'azienda che fa oltre un miliardo di giro d'affari, lavora in 30 paesi, ha bisogno di una capacità non solo di credito di cassa ma di credito di firma enorme per sostenere i progetti e, in portafoglio, i lavori che

ha in giro per il mondo. Quindi a quel punto, siccome come cooperativa il mercato dei capitali non era perseguibile, la strada era quella di trovare una forma di finanziamento che avesse due caratteristiche. La prima era la stabilità: trovare quindi una soluzione che ci desse quanto meno un traguardo superiore ai 2-3 anni di un normale finanziamento a medio termine bancario. Poi, come ricordava prima Giampiero Bergami, la tendenza delle banche era quella di alleviare il peso del medio termine; c'era una difficoltà ormai evidente nell'avere finanziamenti a medio lungo termine. Quindi noi avevamo due necessità. La prima di rendere stabili le nostre fonti di finanziamento, e la seconda di avere un accesso a una dimensione che, non potendo andare per le vie tradizionali del mercato dei capitali, ci permettesse di trovare l'equivalente di un socio, che nel nostro caso sono stati gli investitori. Oggi questi investitori, che sono legati a noi fino al 2021, sono la categoria di finanziatori più stabili della cooperativa perché i soci lavoratori, in qualunque momento, possono cessare il loro rapporto di dipendenza e, in quel caso, immediatamente hanno il diritto di avere il rimborso del loro capitale. Il capitale di una cooperativa per definizione è la cosa più volatile che c'è. Per questo, il motivo per il quale abbiamo deciso di andare per questo strada era quello di trovare uno zoccolo finanziario che ci consentisse di fare strategie con la tranquillità di avere valori importanti, quanto meno vincolati a lungo termine.

ANDREA CABRINI:

Come è stato l'incontro con gli investitori internazionali che tradizionalmente parlano una lingua diversa rispetto al mondo della cooperazione? Mandel-Mantello ci diceva che ormai non guardano più se uno è una cooperativa o non lo è, ma se ha il merito per essere finanziato o meno, se ha le dimensioni, le prospettive, la strategia. Quando ha dovuto incontrare gli americani, gli inglesi, gli altri investitori, come sono andate le cose?

ROBERTO MACRÌ:

Spiegare cos'era una cooperativa stava al primo posto delle difficoltà. Alla fine del percorso non era più conteggiata tra le prime cinque, nel senso che, come diceva Andrea, le preoccupazioni erano il Paese, il settore, i volumi, le dimensioni, i rischi. Che fossimo una cooperativa o meno non era nei primi cinque punti di criticità. Il punto più importante per noi è stato spiegare che eravamo un'azienda italiana ma che - senza banalizzare - in Italia ci veniamo quasi solo per dormire. Se fossimo stati un'azienda che faceva tutto il suo giro d'affari in Italia probabilmente non saremmo stati in grado di fare il bond. Negli Stati Uniti hanno un sistema, che si chiama Esop, che di fatto dà azioni ai dipendenti. L'altro giorno Andrea, che mi fa anche da ufficio stampa, mi ha mandato un articolo del Financial Times che spiegava come le aziende americane stanno andando sempre di più verso la distribuzione di azioni ai dipendenti, che è uno schema pressoché identico a quello di una cooperativa di produzione lavoro. Quindi con gli investitori stranieri, una volta che siamo riusciti a trovare una buona similitudine, il principio della cooperativa è stato superato in fretta.

ANDREA CABRINI:

Io sono curioso di sapere che effetti ha avuto sull'azienda e sull'organizzazione aziendale, questo tipo di percorso, che comunque trasforma le società. Non solo, infatti, questi contratti ponderosi vanno organizzati e gestiti, ma devono corrispondere a una struttura organizzativa diversa rispetto al passato. Qual è stato l'effetto di questa operazione per voi?

ROBERTO MACRÌ:

Diciamo che è stata un po' come una malattia. La fase acuta è stata quella dell'emissione, ma su questo siamo abituati nel senso che facciamo gare, prepariamo offerte, siamo un'azienda che vive dell'emergenza di preparare contratti voluminosi, contratti corposi. Quindi, sotto questo profilo, gestire l'emergenza per un'azienda che vive una realtà di contratti internazionali non è stato peggio di fare operazioni di questo tipo. Dopo, l'azienda ha cambiato pelle. Adesso non dimentichiamo che i nostri bond sono quotati in due borse, quindi tutti gli obblighi di *compliance* che abbiamo sono identici a quelli di un'azienda quotata: report trimestrale, controllo dai revisori, controllo dalle società di controllo della borsa. L'azienda ha dovuto cambiare pelle: io sono in CMC da sedici anni. Sedici anni fa facevamo un bilancio all'anno e lo pubblicavamo alla fine di luglio. Adesso ne facciamo quattro e a sessanta giorni dalle scadenze lo inoltriamo a tutti gli investitori. Quindi siamo diventati una società internazionale. Ci ha fatto bene perché abbiamo fatto un grande passo in avanti sotto tutti i profili.

ANDREA CABRINI:

Questo era quello a cui volevo arrivare, soprattutto rivolgendomi al mondo della cooperazione che è qui che ci ascolta. Bergami, vorrei capire anche il suo punto di vista. La governance tradizionale della società cooperative è adeguata, è compatibile con il mercato dei capitali?

GIAMPIERO BERGAMI:

Lo ricordava un attimo fa Roberto Macrì. C'è un aspetto di non totale allineamento per il lato del mercato dei capitali che riguarda l'equity, il capitale di rischio. La governance, intesa in particolare sulla peculiarità che fa riferimento al voto capitaro, è evidentemente una limitazione molto significativa alla capacità di attrarre quello che viene chiamato "permanent capital", il capitale permanente, cioè il capitale di rischio senza scadenza. Questo rimane uno degli elementi che in qualche modo questo Governo ha recepito ed esaltato nella norma che ha reso obbligatoria la trasformazione in società per azioni delle banche popolari che evidentemente, su un business diverso, si trovavano ad affrontare lo stesso tipo di governance, e quindi lo stesso problema ad attrarre capitale di rischio. Chiunque voglia prendere rischio su una certa compagnia ha una limitazione enorme che è quella, a prescindere da quanti quattrini vengono immessi, della percentuale che si possiede di quella compagnia, per poter poi esprimere un voto nell'organo assembleare.

ANDREA CABRINI

Per le banche popolari Renzi ci è arrivato e ha fatto il decreto. Qui le cose sono un po' diverse, giusto?

GIAMPIERO BERGAMI:

Qui le cose sono un po' diverse. Detto questo vorrei sottolineare sia quello che ha detto il dottor Mandel-Mantello, sia quello che ha detto il dottor Macrì. In realtà, uno degli elementi di positiva sorpresa nei colloqui con gli investitori istituzionali è che una volta smarcato il tema della comprensione di governance c'è stato un grande riconoscimento di ciò che come intermediari finanziari, abbiamo sempre riconosciuto al mondo della cooperazione in media: grande rigore, grande trasparenza, grande serietà. Rigirando l'aspetto che vede i soci coinvolti in azienda, da questo punto di vista c'è un aspetto di vantaggio rispetto ad altri operatori, per un senso di immedesimazione del lavoratore con la compagnia per la quale lavora, perché comunque in un qualche modo la controlla.

ANDREA CABRINI:

Vianello, cosa guardano gli investitori quando incontrano un soggetto come la cooperativa? Class CNBC, il canale finanziario che io dirigo, racconta spesso che la prima richiesta è quella della chiarezza: capire chi c'è di fronte, capire chi comanda all'interno del soggetto che chiede un finanziamento. D'altro canto l'immedesimazione conta certamente, il fatto che ci sia dietro un management, un team di comando molto motivato. Al tempo stesso c'è la necessità di avere una trasparenza e una chiarezza molto forte. Con la vostra esperienza cosa cambia davvero per le cooperative?

GABRIELE VIANELLO:

Quello che diceva Andrea è fondamentale. Adesso, a prescindere dalla cooperativa, quello che conta è la bontà dei numeri e la serietà della società. CMC ha avuto successo perché ha dimostrato all'interno del mondo cooperativo che prima di convincere gli investitori, abbiamo dovuto convincere noi stessi della fattibilità dell'operazione. La prima cosa è la serietà. Il fatto dell'immedesimazione dell'interesse del lavoratore dà maggior solidità, anche se come diceva Roberto c'è più volatilità dal punto di vista del capitale. Il decreto Monti dà la possibilità a molte altre cooperative di guardare il mercato capitale. Ci sono situazioni, tipo CMC, dove l'operazione è stata più cospicua, perché come diceva Roberto, CMC è un'azienda che fa fatture grosse e ha bisogno di molto credito di firma, quindi l'operazione bond ha permesso di dare cassa e di liberare il sistema bancario che può supportare. Ci sono altre situazioni, e faccio un esempio completamente opposto. Granarolo può fare operazioni più piccole con minori investitori, è più grande dal punto di vista del turn-over, ma non ha l'esigenza di capitale da investire che ha la CMC, ogni volta che ha una commessa.

ANDREA CABRINI:

Noi qui stiamo parlando di finanza e cooperative, quindi le voglio chiedere se il mercato quando si trova di fronte una cooperativa chiede uno sconto. Anche in termini di prezzo delle condizioni che CMC o anche altre cooperative portano a casa, c'è una equivalenza di rapporto sul mercato tra loro e aziende che nello stesso settore.

GABRIELE VIANELLO:

Assolutamente no. Quello che conta è fare quello che era stato detto. Vorrei dire che CMC sta rispettando tutto quello che è stato detto nel video di presentazione, con qualche difficoltà sul lato italiano. Se c'è uno sconto che purtroppo CMC paga ancora è quello che diceva Confuorti all'inizio: quando c'è una forte italianità in quello che fa il business. La fortuna di CMC è che gran parte del suo business lo fa fuori d'Italia. Purtroppo ancora oggi lo sconto lo paghi sul lato Italia.

ANDREA CABRINI:

Mandel-Mantello, è un problema Paese, non è un problema di forma societaria quando si va sul mercato?

ANDREA MANDEL-MANTELLO:

Sicuramente l'Italia paga un prezzo più alto rispetto a quello di altri paesi, però aziende eccellenti come il CMC accedono comunque al mercato e sebbene possano dover pagar qualcosa in più, il discorso Italia ci arriva, ma fino ad un certo punto. Quando un investitore vede un'azienda di qualità passa al discorso nazionalità e credo che rispetti molto più la qualità del management, la qualità delle proiezioni che vede, i confronti tra proiezioni e

quello che hanno realizzato nel tempo. Tutte cose che la CMC è stata in grado di garantire agli investitori.

ANDREA CABRINI:

Confuorti: cooperativa, non cooperativa. C'è appetito in questo momento sul mercato internazionale per le società italiane, quelle più sane? Dall'inizio dell'anno ricordiamo che le cosiddette fusioni-acquisizioni di soggetti stranieri verso l'Italia sono cresciute in maniera significativa, quasi il 50%, anche rispetto l'anno scorso. Pensiamo soltanto a quello che è successo con Italcementi meno di un mese fa. Lei come la vede?

FRANCESCO CONFUORTI:

Io la vedo bene per le aziende italiane che sanno fare il loro lavoro e che hanno un rapporto qualità, servizio e competitività. In Italia questi requisiti ci sono per molte aziende e l'azienda di cui siamo ospiti stasera è una delle poche così presenti in Africa, cioè in un continente che io conosco abbastanza bene. Già il fatto che loro sono lì, che riescono ad avere questa grande opportunità in Africa, dove ci sono i cinesi e i giapponesi, i tedeschi e gli americani pesantemente impegnati, è una grande forma di forza e di capacità di saper competere che va sostenuta e che sicuramente incoraggia l'investitore finale.

ANDREA CABRINI:

Ma qui, proprio questo agosto, avete annunciato una nuova operazione in Kenya.

ROBERTO MACRÌ:

Noi siamo stati in grado di chiudere questo contratto, perché le condizioni di gara erano non solo di avere un pacchetto commerciale conveniente, ma anche di portare l'intero finanziamento. Intero finanziamento che è inclusivo degli interessi e degli oneri annessi che vale oltre 300 milioni di euro. Questa operazione è stata possibile con il supporto di alcune banche italiane e con la garanzia sovrana di Sace.

ANDREA CABRINI:

In questo discorso di questa sera di apertura verso i mercati di capitali, non ci sono solo le obbligazioni, ma ci sono anche nuovi soggetti di finanziamento attivi. Voi a che cosa guardate da qui in avanti?

ROBERTO MACRÌ:

Il sogno nel cassetto - il mio Presidente non me ne voglia perché lui è un romantico innamorato della cooperazione - ma forse è non essere più una cooperativa fa tre o quattro anni.

ANDREA CABRINI:

Adesso voglio farvi sentire un'altra voce che è quella di un investitore internazionale: si chiama Tyler Wallace di Mediterranean Bank, una istituzione finanziaria che ha creduto nell'operazione di CMC e ha investito nel bond. È un investitore di base a Londra. Lo abbiamo intervistato negli studi di Class NBC a Londra. Sentiamo come vede il mercato italiano in questo momento e come ha raccontato il rapporto con il mondo della cooperazione e CMC in particolare. Facciamo partire il video. Benvenuto Tyler Wallace. Innanzitutto ci aiuti a capire come vedete il mercato italiano delle obbligazioni societarie, dei bond corporate e anche dei mini bond.

TYLER WALLACE (in video):

Noi siamo una banca di investimento paneuropea e stiamo investendo nel mercato di *leveraged bonds* in tutti i mercati in Europa. Nello specifico, abbiamo messo un po' di investimenti in Italia sui *middle markets*. Per noi adesso il mercato ha un grande valore e vogliamo sviluppare l'attività in Italia.

ANDREA CABRINI:

Quali performances avete ottenuto e come vedete il trend del futuro? Quali sono le vostre previsioni?

TYLER WALLACE (in video):

Da quando c'è il nuovo Governo e dopo la crisi della Grecia, l'Italia è in una bella posizione per una grande espansione, soprattutto perché ci sono le piccole e medie imprese basate sulla crescita del mercato mondiale. Per noi le previsioni sull'Italia sono abbastanza forti.

ANDREA CABRINI:

Considera questo tipo di obbligazioni uno strumento utile ai fini della crescita del mondo cooperativo? quali vantaggi rispetto ai fondi di private equità?

TYLER WALLACE (in video):

Per noi azionisti delle aziende è abbastanza interessante, nel senso che nel suo portafoglio ha grandi esposizioni coi fondi di private equità. CMC ha nel settore lavoro il punto di vantaggio: che gli azionisti siano cooperativi li fa sentire a guida dell'azienda. Questo è meglio dei fondi di private equità.

ANDREA CABRINI:

Secondo voi, come il mondo delle cooperative deve approcciare al mondo dei capitali, al mercato finanziario?

TYLER WALLACE (in video):

Se guardiamo da Londra questi sistemi e queste strutture sono abbastanza forti. Un fondo di private equity prova a girare l'azienda, magari vende ad un altro fondo, magari vende ad un altro competitore. Queste cooperative invece hanno sempre in mano la società ma anche i diritti della società. Specificamente, loro hanno sempre questa visione di controllo per andare nella direzione giusta. Nella nostra esperienza abbiamo visto che quando un fondo ha deciso di vendere o ha deciso questa strategia solo per vendere l'azienda e per avere il prezzo più alto, non era la decisione giusta. Invece secondo noi queste società, diciamo storicamente vecchie, hanno un tipo di gestione molto concreto e piano piano fanno la scelta giusta. Se c'è la possibilità nel futuro che una azienda possa fare una imputazione sul mercato, va bene, ma tirare l'azienda su un altro fondo e girare ad un primo, secondo, terzo buyer, è un punto negativo che manchiamo qui.

ANDREA CABRINI:

Qual è l'*outlook*, la previsione basata sulla vostra esperienza e come giudica l'operazione del Bond CMC?

TYLER WALLACE (in video):

È una cosa interessante, che specificamente funziona bene in Italia, per cui noi come investitori internazionali è una cosa che abbiamo studiato e guardato bene, ed è molto interessante per i punti che abbiamo già discusso.

ANDREA CABRINI:

Cosa influenza di più la valutazione e il prezzo?

TYLER WALLACE (in video):

La struttura cooperativa non cambia molto sul *pricing*, dipende molto dalle misure dell'azienda. Investitori su obbligazioni hanno paura di aziende che hanno un fatturato sotto il miliardo. Gli azionisti e la struttura cooperativa non cambiano molto il *pricing*, però è un tipo di *input* vantaggioso, che aggiunge un po' di decisione per mettere investimenti.

ANDREA CABRINI:

Pensate che emettere una obbligazione di questo tipo sia anche utile come processo per avviarsi poi verso spazi successivi come la quotazione?

TYLER WALLACE (in video):

Secondo me sì. Diciamo che un'azienda che può mettere più azioni sul mercato dei capitali, prima prende i prestiti dalle banche, poi fa emissioni di obbligazioni e poi fa imputazioni sulle azioni. CMC sta andando sulla strada giusta per fare imputazioni.

ANDREA CABRINI:

Pensate che le cooperative debbono farsi capire meglio dal mondo degli investitori? gli investitori capiranno la struttura di queste operazioni in vista anche del mercato borsistico?

TYLER WALLACE (in video):

No, secondo me la struttura cooperativa non bloccherà le possibilità di fare imputazioni, perché la gente fa il paragone con Astaldi o Salini, quelle aziende che sono già quotate. Secondo me, se il mercato fa un *pricing* su fare imputazioni verso le attività delle aziende, magari la struttura arriverà. Non so se nel discorso c'è un grande cambiamento di gestione, se c'è qualcosa specificatamente, ma non sarà un grande problema.

ANDREA CABRINI:

Grazie Tyler Wallace, a presto.

TYLER WALLACE (in video):

Grazie mille, buongiorno.

ANDREA CABRINI:

Tyler Wallace è stato molto carino a parlarci in italiano. Avete sentito quanto la stabilità dell'aspetto societario piaccia in questo momento a investitori che forse sono rimasti anche scottati negli ultimi anni da un certo approccio all'investimento. Macrì, non sarà stata una passeggiata questo viaggio verso la city e gli investitori internazionali. Quali sono state le domane più difficili a cui ha dovuto rispondere?

ROBERTO MACRÌ:

Una domanda complicata per le cooperative è sempre stata quella rispetto a chi comanda. Il fatto che noi presentassimo un gruppo di gente che era in azienda da moltissimo tempo - quello più giovane ero io, con quindici anni di lavoro lì - dava un'idea di grande stabilità e poco turnover. La domanda che sorgeva spontanea era: chi comanda in un sistema dove ognuno vota per sé? Come dicevo prima, questo è stato un processo che, una volta spiegato, è stato metabolizzato abbastanza in fretta. Le aziende del settore delle costruzioni sono grandi divoratrici di cassa. Perché un'azienda come la nostra, che in sei anni ha raddoppiato il giro di affari non ha potuto fare aumenti di capitale, e l'unica strada per finanziare lo sviluppo era chiedere soldi in prestito. Questo non è un meccanismo facile, perché per gli investitori la generazione di cassa è il primo valore di garanzia affinché l'investimento torni indietro. La domanda più ostica che abbiamo sempre dagli investitori è quella: qual è la difficoltà dell'azienda a generare cassa? La risposta è sempre quella: per crescere noi dobbiamo investire con soldi non nostri.

ANDREA CABRINI:

Come vi siete allenati a cambiare mentalità o a presentarvi con la mentalità giusta, mentre preparavate questo road show?

ANDREA MANDEL-MANTELLLO:

Abbiamo fatto un po' di attività di *coaching*, abbiamo preparato una serie di domande che ci aspettavamo da parte degli investitori e abbiamo messo noi per primi il management, con la filosofia che se le facciamo prima noi e prepariamo il management per le domande che ci verranno sicuramente rivolte, è meglio che essere impreparati.

ANDREA CABRINI:

Ma la domanda su chi comanda trova una risposta concreta e comprensibile per il mercato in questo momento, oppure altre formule (SpA, Scarl...) piacciono di più al mercato?

ANDREA MANDEL-MANTELLLO:

Io non ho avuto l'impressione da parte di nessuno degli investitori che ci fosse un dubbio sul fatto che ci fosse una catena di comando abbastanza chiara all'interno dell'azienda, al di là del discorso governance sull'azionariato. A livello di management era molto chiaro chi comandava, e questo è stato riconosciuto immediatamente. Il fatto che Roberto fosse il più giovane del team, con quindici anni di permanenza in azienda e con il ruolo importante di Direttore Generale, era chiaro agli investitori. Il concetto che io non passo la palla a qualcun altro era molto chiaro agli investitori.

ANDREA CABRINI:

Questo è uno dei punti che Tyler Wallace ha più evidenziato nella sua intervista. Vianello, che cosa dovrebbero fare secondo lei le cooperative per rendersi più attraenti, più comprensibili, più sexy - termine che in finanza si usa parecchio - verso il mercato degli investitori?

GABRIELE VIANELLO:

Né più né meno di quello che ha fatto CMC o le altre cooperative che si sono avvicinate al mercato. Avere dei numeri buoni, perché alla fine il prestito obbligazionario non è altro che un prestito, per cui alla fine devi ridare i soldi pagando degli interessi e per fare questo ci devono essere dei buoni numeri. Una buona rappresentazione della governance, che sia in forma di SpA o no abbiamo visto che non è un problema, specialmente negli investitori

esteri. Speriamo che anche gli investitori italiani comincino a guardare e a comprare azioni coop e non solo titoli di stato. Ci sono ormai varie formule di investimento e di investitori istituzionali interessati.

ANDREA CABRINI:

Anche italiani, secondo lei?

GABRIELE VIANELLO:

Italiani pochi, veramente pochi, almeno da quello che io ho avuto modo di vedere. L'esperienza CMC ha avuto tanti investitori: abbiamo avuto ordini per più di ottocento milioni ed il 90% degli investitori erano esteri. Il che poi è un assurdo, perché spiegare ad un investitore estero cosa sia una cooperativa, spiegare all'investitore estero il General Contractor, forse per un investitore italiano sarebbe più facile a capirlo. Il problema è che strutturalmente, e questo vale anche per i mini bond, il mercato italiano è ancora, come diceva il dottor Confuorti, indietro di decine di anni.

ANDREA CABRINI:

Confuorti.

FRANCESCO CONFUORTI:

Guardiamo il mercato americano e il mercato dei capitali a rischio, nella quale rientrano anche le obbligazioni delle aziende medio piccole. L'America cresce perché c'è del risparmio, dei propri risparmiatori, delle proprie istituzioni, e va ad investire nel capitale di rischio. Quindi il capital appreciation, l'apprezzamento del valore, viene privilegiato o viene equamente attribuito ad un investimento di medio termine. Così la nazione riesce a creare colossi. Per esempio, la Apple: quando è nata nel 1983 era una piccola azienda. Si potrebbe dire anche di qualche società di costruzioni o altro. La definizione del capitale di rischio, non solo come strumento di avversità e di paura, ma come strumento di proposizione e creazione di valore in una nazione. Le aziende medie italiane hanno valore aggiunto e riescono a competere, questa è una differenza sostanziale della realtà italiana a cui bisognerebbe educare gli investitori italiani. Occorrerebbe poi che le cooperative, che sono di dimensioni più piccole, trovino il coraggio, in funzione della distribuzione dell'azionariato e del management, di fondersi fra di loro per accedere a delle forme di capitale

GABRIELE VIANELLO:

Per assurdo il risparmio privato italiano, se non erro, è il quarto mercato mondiale per dimensioni dopo quello americano, quello giapponese.

ANDREA CABRINI:

Come propensione al risparmio è il secondo

GABRIELE VIANELLO:

È il secondo come propensione al risparmio, ma è il quarto per dimensioni assolute e alla fine non investe nel proprio mercato, cosa che invece, come diceva Confuorti, in America ed in Germania avviene.

ANDREA CABRINI:

È quello da cui siamo partiti: la disponibilità di un Paese che ha un patrimonio che, se vogliamo accelerare la ripresa, deve essere messo in gioco. Ma in questo momento fa fatica ad arrivare alla economia reale.

FRANCESCO CONFUORTI:

Non si crea benessere solo con il debito ma si crea benessere con l'investimento. Il nostro Paese è cresciuto quando investiva nelle piccole aziende o nelle obbligazioni o in convertibili o in azioni o in private equity. Le piccole aziende danno più stabilità anche alla crescita ed è una cosa importante. Se voi guardate le statistiche tedesche e francesi, i grossi gruppi possono incorporare aziende più piccole e dare più stabilità ai flussi economici negli anni. Questo potrebbe diventare un fattore importante per ricreare terreno fertile per la crescita in Italia.

ANDREA MANDEL-MANTELLLO:

Io credo sia anche una questione culturale. Negli Stati Uniti anche le più importanti istituzioni universitarie americane, che teoricamente dovrebbero essere propense ad investimenti molto conservatori, investono il loro patrimonio in forme alternative di investimento.

ANDREA CABRINI:

Anche nelle start-up.

ANDREA MANDEL-MANTELLLO:

Investono in titoli azionari, in titoli obbligazionari, in private equity, in *commodities*, in una classe di investimenti di prodotti finanziari molto ampia. Ed hanno dei ritorni molto importanti. La mia università, ad esempio, ha avuto negli ultimi vent'anni dei ritorni medi del quindici per cento l'anno, grazie ad una politica di diversificazione degli investimenti che in Italia le fondazioni non si sognano neanche. Questo sicuramente è un problema culturale estremamente importante, che andrebbe affrontato partendo dalla scuola e dalle università, dove la finanza deve essere vista come uno strumento positivo per lo sviluppo dell'economia.

ANDREA CABRINI:

Presidente Matteucci, volevo lasciarle le conclusioni, ma le chiedo anche una battuta sul tema che sollevava anche Confuorti. A quattro anni dall'apertura della possibilità di fare operazioni straordinarie come queste, in realtà ci siete voi e pochissimi altri nel mondo delle cooperative. Gli investitori, lo abbiamo sentito anche da Londra, in fondo hanno interesse, apertura, ad investire in queste società. Queste società sono pronte ad aprirsi, o a crescere di dimensioni per andare verso il mercato?

MASSIMO MATTEUCCI:

Serve sicuramente più coraggio e più determinazione rispetto a delle opportunità che, come ci ricordava prima il consulente intervistato, rappresentano delle potenzialità enormi assolutamente inespresse. Se, non soltanto a livello di sistema Paese, ma a livello di disponibilità di ricchezza, ci fossero dei perimetri di riferimento che fossero meglio definiti, meglio quantificati e meglio sostenuti da dinamiche di progettualità legislativa e di regole di mercato, probabilmente le opportunità esploderebbero. Dobbiamo sostanzialmente superare questa sorta di cultura del soldo sotto il materasso, e tentare di fare un'operazione coraggiosa, che però va aiutata e sostenuta. Il coraggio non è qui soltanto

riferito alla capacità dei risparmiatori, ma anche alla definizione di un sistema di regole che consenta di essere, orientato e proiettato in quella direzione.

ANDREA CABRINI:

Bergami, come banchieri di investimento di mestiere, andate a bussare alle aziende, proponendo soluzioni, operazioni, investimenti o anche emissione di obbligazioni o altri strumenti. Nel mondo delle cooperative che tipo di risposte trovate in questa fase?

GIAMPIERO BERGAMI:

Sicuramente c'è molto interesse per strumenti alternativi al finanziamento bancario, come ricordava Andrea Mandel-Mantello. In realtà ci sono dei vincoli che sono di dimensione minima di accesso al mercato dei capitali, in particolare del debito. Come ricordava il dottor Vianello, ci sono vincoli di performance, perché il primo vero vincolo è quello di avere una compagnia che abbia performance buone, direi soprattutto sostenibili, o quanto meno che sia ragionevole immaginare che siano tali. Quindi l'interesse è molto forte. Devo dire che il panorama di dimensione e di performance è alquanto variabile e differente. Non sempre saremo in grado di portare le cooperative al mercato dei capitali. Di nuovo, il dottor Vianello ricordava gli esempi di alcune società cooperative, o quantomeno controllate da società cooperative, che hanno avuto accesso più o meno recente al mercato: ha citato Granarolo, ha citato IGD che poi in realtà è una SiiQ. Ci aspettiamo che il numero e il novero di società cooperative che avranno accesso, aumenti. Anche se non credo supereranno l'ordine delle decine.

ANDREA CABRINI:

Vianello, correi fare un giro conclusivo che non può non considerare quello che però sta succedendo in queste settimane e in queste ore sui mercati. Secondo alcuni, quello che stiamo osservando non è solo un temporale estivo, ma è una condizione che mette delle nuvole tra qui, la fine dell'anno e l'inizio dell'anno successivo, in termini di fiducia degli investitori verso la stabilità dei mercati. Lei pensa che per gli operatori del mondo della cooperazione e del mondo dell'economia che sono qui debba cambiare il modo di guardare ai prossimi mesi? Che impatto ci sarà di quello che sta succedendo?

GABRIELE VIANELLO:

Intanto bisogna vedere se realmente non è un temporale estivo, o se sia qualcosa di più strutturale. Se è qualcosa di più strutturale potrebbero cambiare alcuni elementi. Ci siamo preoccupati per la Grecia ma, con tutto il rispetto per la Grecia, l'impatto reale in termini di valore assoluto di quello che può essere il potenziale default della Grecia è nulla in confronto a quello che potrebbe essere il default della Cina.

ANDREA CABRINI:

Quindi lei è preoccupato di quello che sta succedendo?

GABRIELE VIANELLO:

Io sono preoccupato perché abbiamo visto che l'economia cinese vale il 16% dell'economia di tutto il globo e abbiamo visto che basta che la Banca Centrale Cinese decida di svalutare la moneta cinese perché le borse perdano il 20% nel giro di due settimane. Poi, bisogna vedere adesso, dopo l'estate. Potrebbe essere che questo fosse un fattore di adattamento di una bolla, perché poi l'economia cinese è cresciuta molto, però bisogna vedere se questo è così, e quindi è una normalizzazione di uno status quo, oppure è un qualcosa di peggio. Se è qualcosa di peggiore, il mercato dei capitali può

essere un'alternativa perché abbiamo visto quello che sono stati gli effetti post Lehman. Cioè, se dovesse verificarsi il crollo dell'economia cinese, essa porterebbe ad effetti ben maggiori di quello che è stato l'effetto Lehman, che comunque è stato un effetto abbastanza deflagrante.

ANDREA CABRINI:

Confuorti, stiamo assistendo allo scoppio di una bolla che era sostenuta solo dalla liquidità emessa dalle banche centrali che ha gonfiato le valutazioni, oppure questo rischia di contagiare l'economia reale, se non addirittura di arrivare ad una recessione, o comunque tornare ad una frenata della crescita?

FRANCESCO CONFUORTI:

Il problema principale dell'economia mondiale, e qui io parlo da umile osservatore e non da grande conoscitore, è l'asimmetria tra le nazioni che hanno un surplus, cioè che hanno un credito, e quelle che hanno un debito. Abbiamo un problema serio: c'è una centralizzazione della gestione del credito. I cinesi hanno creato un surplus con delle crescite a doppie cifre, ma la metodologia con cui questi numeri sono stati fatti non è così trasparente. Sono dei numeri cinesi, e come le scatole cinesi, bisogna saperle giocare. Il problema vero è che non c'è una trasmissione del problema o un intervento di mercato. Abbiamo visto il mercato cinese crescere del 100% e nessuno si è scandalizzato. Ora vediamo il mercato cinese scendere del 20% in tre settimane e tutti gridano: "Al lupo!". Secondo me, quello che i cinesi cercavano di fare, cioè svalutare la loro moneta, non ha fatto altro che svalutare anche il dollaro. Quindi c'è un impatto positivo anche per l'America, che non vuole alzare i tassi in un anno elettorale. L'anno prossimo ci sono le elezioni: una stretta monetaria in America vuole dire trasmettere meno credito alle aziende e vuol dire, in qualche maniera, dare una mano ai repubblicani mentre ci sono i democratici. Senza arrivare a dire chi è bravo e chi è cattivo.

ANDREA CABRINI:

Non arriviamo a Hilary Clinton e Donald Trump perché se no non ne usciamo più.

FRANCESCO CONFUORTI:

L'aspetto economico della trasmissione di una stretta creditizia ha circa nove mesi. Se noi avessimo un impatto di aumento dei tassi a settembre, ci sarebbe un impatto negativo quasi sotto le elezioni americane, quindi tutt'e due ne hanno tratto un beneficio. Ne ha tratto un beneficio anche la Germania, che non riesce più a costruire una macchina in Cina, visto che i cinesi dicono che non stanno più crescendo. C'è qualche cosa sotto, ma non bisognerebbe preoccuparsi. Bisogna essere molto attenti ai produttori di materie prime, perché sono quelli che non beneficerebbero di una crescita moderata. E bisogna vedere chi veramente sta crescendo in maniera omogenea fuori dalla guerra delle monete.

ANDREA CABRINI:

Bergami, è arrivato il lupo, come dice Confuorti o secondo lei sta succedendo qualcosa di diverso per il mercato dei capitali, in particolare per chi dovrà confrontarsi con il mercato e con le banche?

GIAMPIERO BERGAMI:

Come diceva adesso il dottor Confuorti, è sempre molto complicato dare un'interpretazione, soprattutto quando si tenta di farlo a caldo e si è nel mezzo del

manifestarsi di qualcosa. Personalmente ritengo che quello che è successo e sta succedendo sia uno dei riflessi di un equilibrio globale che si è venuto a creare post-crisi 2008, che però è fatto di tantissimi squilibri. È quello che diceva prima il dottor Confuorti, quando parlava dello squilibrio tra i Paesi prenditori netti e i Paesi datori netti di quattrini. Se osserviamo una serie di variabili, come la dinamica del prodotto interno lordo, la dinamica dei tassi di interesse, la dinamica dell'occupazione o la bilancia dei pagamenti, il mondo è retto da un equilibrio che ci pare sempre più precario. Se guardiamo dall'inizio, dalla fine degli anni '90 ad oggi, sono davvero molto frequenti le crisi; ci sono state crisi più forti e veri e propri shock momentanei, ma in generale sono molto frequenti. Forse a testimoniare, ripeto, che quest'asse ogni tanto raggiunge un equilibrio, ma in realtà dietro ha squilibri fortissimi che fanno sempre più fatica ad essere compresi e sicuramente ad essere previsti.

ANDREA CABRINI:

O ad essere gestiti. Perché adesso viene il bello.

GIAMPIERO BERGAMI:

Sì. Una delle bellezze di chi si occupa di finanza - perdonatemi l'espressione - è che non ci capisce niente nessuno. *Ex-post* sono tutti bravissimi a fare analisi, esegesi delle cause e a razionalizzare, ma la verità è un'altra. Uno degli ambiti che è stato stigmatizzato dai guru della finanza nel mercato cinese era il *real-estate*, il mercato immobiliare. Ma la bolla in realtà è esplosa sullo *stock-market*.

ANDREA CABRINI:

Mandel-Mantello, lei capisce qualcosa di quello che sta succedendo?

ANDREA MANDEL-MANTELLO:

Poco. Detto ciò, condivido quello che ha detto Bergami sul fatto che è un po' presto per dare delle opinioni su quello che sta succedendo in questo momento. Penso che questo sia un aggiustamento della crescita cinese e soprattutto un aggiustamento delle quotazioni di mercato che obiettivamente sono salite del 100-150% negli ultimi diciotto mesi. Un aggiustamento al ribasso ci sta tutto. Quello che per la dirigenza cinese è difficile, è spiegare al proprio pubblico che ha invitato ad investire; sicuramente c'è una parte di questo pubblico che ha recepito la direttiva ad investire tardi e si trova adesso a subire delle perdite, piuttosto che dei profitti.

ANDREA CABRINI:

E non lo fa volentieri. Pensate che la gente ha preso d'assalto l'albergo in cui viveva il capo della Borsa dei metalli cinese che ha chiuso l'accesso ai risparmiatori, e questi erano talmente arrabbiati che ieri l'hanno preso d'assalto, è stato catturato ed è stato liberato dalla polizia. Macrì, un'ultima battuta. Guardando ai cantieri, agli ordinativi, ai mercati in cui lavorate in tanti paesi, che segnali vi arrivano? Come guardate al secondo semestre dell'anno?

ROBERTO MACRÌ:

Noi come azienda, diciamo, abbiamo l'inerzia di una portaerei, nel senso che quando le cose succedono, prima che si trasmettano sui nostri contratti passano anni. Venendo all'esempio della Cina, noi abbiamo preso gli ultimi contratti quando il tasso di cambio era 8-8,5. Poi è sceso a 6-6,5 quindi avevamo avuto un'enorme svalutazione della valuta.

Oggi era a 7.2-7.3 quindi ancora lontano dalle valutazioni che facemmo in quel tempo. È un po' presto per dirlo.

ANDREA CABRINI:

Cerchiamo di essere concreti quando si parla di futuro, perché lei prima ha accennato al fatto che le piacerebbe che la CMC cambiasse pelle e forma, in futuro. Io le chiedo molto più concretamente, visto che ci ha descritto come fate le trimestrali, siccome avete ormai un'organizzazione da grande corporation quotata, siete pronti per la borsa?

ROBERTO MACRÌ

Come organizzazione interna la risposta è sicuramente sì. Da un altro punto di vista, io credo sempre che debba nascere il bisogno, e anche quello c'è. Perché se questa azienda vuole continuare a crescere e svilupparsi non può pensare di non avere un accesso al mercato dei capitali. La soluzione è, fra tre anni, fare un bond a 600.000.000 di euro, perché comunque il nostro equity rimarrà sempre quello, cioè ha dei tassi di crescita che non sono compatibili con lo sviluppo dell'azienda. Oggi abbiamo ricevuto un'e-mail di congratulazioni perché siamo entrate nelle prime cento aziende del mondo. Fa ridere. Noi siamo un pigmeo nel settore delle costruzioni: se vogliamo sopravvivere in questo mondo, l'unico modo per sostenere una crescita decente è quello, nell'arco di due, tre, quattro anni, di pensare a una forma di supporto finanziario coerente con questi piani.

ANDREA CABRINI:

Quindi già dal 2017 questo può essere un orizzonte.

ROBERTO MACRÌ:

Può essere.

ANDREA CABRINI:

Mi sembra che abbiamo fornito molti elementi. Presidente Matteucci, le chiedo di tirare le somme per concludere questo incontro.

MASSIMO MATTEUCCI:

Un commento finale, perché la discussione è stata interessante. Vorrei ringraziare i nostri ospiti, perché sono riusciti a dire cose complicate con parole semplici. Li ringrazio di cuore, per la loro disponibilità e la loro presenza. Due commenti finali. Il primo. A un anno di distanza, per tirare le somme rispetto all'esperienza di gestione di questa necessità di attrezzare l'azienda di strumenti che consentano di guardare e di trarre obiettivi più importanti, la mia è una valutazione estremamente positiva. L'azienda è cresciuta. L'organizzazione dell'azienda è cresciuta, e soprattutto sta crescendo il gruppo dirigente, perché scelte di questa natura costringono l'organizzazione a misurarsi con problemi nuovi, con dimensioni più complesse, con non solo una dimensione organizzativa dei rapporti e di funzionalità del processo direzionale nel suo insieme, ma anche una dimensione culturale del modo di lavorare. L'abbiamo detto, e l'abbiamo ascoltato da più parti: l'asse vincente che ha in qualche modo convinto i nostri interlocutori è stato quello di essere riusciti a rappresentare un'azienda che oltre ad avere numeri buoni, programmi credibili e progetti interessanti, ha rappresentato da subito un elemento di coesione, di identità, di peso e di adattamento alle difficoltà ed alle situazioni di mercato assolutamente innovativo rispetto a quelle che erano le esigenze che avevamo. Questo ha in qualche modo rassicurato gli investitori: ci hanno guardato bene negli occhi e hanno pensato di

avere a che fare con gente seria, trasparente e affidabile, prerequisito fondamentale per mettere in moto tutto quanto. Questo sta determinando un modo stesso di lavorare che cambia, e sta facendo crescere un gruppo dirigente che costruirà una dimensione futura, anche dal punto di vista professionale, e che dovrà dare le risposte all'ultima domanda che faceva Cabrini al dottor Macrì rispetto alla dimensione e alla governance cooperativa. Io non credo che ci sia bisogno di sradicare e di annullare l'esperienza cooperativa; c'è bisogno sicuramente di grandi cambiamenti e di una grande modificazione. Abbiamo bisogno di pensare ad una cooperativa diversa. Capace di utilizzare gli strumenti societari, utili e necessari per determinare una presa in quei territori e in quelle specializzazioni che noi sappiamo, e dovremmo continuare a difendere un presidio non soltanto di primato tecnologico ma anche di presa di gestione imprenditoriale. Faccio un esempio, perché mi viene bene e rappresenta il successo, la chiave di lettura del successo dell'azienda negli ultimi anni. Noi siamo in Cina dal 1989 e facciamo esclusivamente gallerie idrauliche. Le facciamo dal 1989 senza soluzione di continuità. Da sempre. I cinesi hanno provato in tutti i modi a batterci, a sbatterci fuori dalla Cina, ma noi siamo ancora in grado dal punto di vista dell'innovazione tecnologica, della capacità organizzativa, del processo direzionale e del peso imprenditoriale che abbiamo su determinati territori, di continuare a vincere. Siamo ancora presenti in Cina non perché i cinesi si sono innamorati di noi, ma perché siamo semplicemente più bravi di loro. Dovremmo continuare ad essere così: se vogliamo traguardare gli obiettivi di un'impresa che si pone il problema di crescere, su dimensioni e su governance facciamo riferimento alla nostra storia al nostro passato senza che questo - ha ragione Roberto Macrì - debba costituire un peso. Occorre che rappresenti la volontà di cambiare e di presentarsi con una nuova prospettiva ed una nuova spinta. Grazie a tutti voi.

ANDREA CABRINI:

Grazie Presidente Matteucci, a tutti i nostri partecipanti e a voi per averci seguito.