

sistere troppo sugli effetti negativi di tale forma di aiuto, anzi mostra come, in pratica, molte volte essa sia sostanzialmente identica alla concessione di prestiti liberi. Per quanto riguarda l'alternativa del finanziamento per programmi o per progetti, la scelta cade sulla prima forma anche se non si mettono in dubbio le conseguenze positive della seconda modalità, soprattutto per limitare gli sprechi di capitale e per sfruttare convenientemente le capacità tecniche ed organizzative del paese prestante.

L'appendice riguarda l'elemento dono nei prestiti e l'aggravamento del servizio dei debiti e si propone di calcolare il valore attuale (netto) dei prestiti concessi a condizioni di favore, sia in forma teorica che con l'ausilio di appositi dati numerici.

O. GARAVELLO

*Milano, Università Cattolica.*

PEPE F., *Studio sulle fusioni di imprese di società per azioni*, Giuffrè, Milano 1965. Un volume di pp. 304.

In questi ultimi anni si è assistito in Italia ed in altri paesi industrialmente più progrediti a varie forme di concentrazione aziendale. La giustificazione di tale fenomeno non è da ricercarsi, come taluno ha scritto, nelle facilitazioni fiscali ma in un insieme eterogeneo di fattori interni ed esterni all'azienda. Ricordiamo solo l'ampliamento dei mercati, la produzione di massa, la liberalizzazione degli scambi, il progresso tecnologico, l'automazione, ecc. Si può dire che, attualmente, per qualche impresa concentrarsi significa sopravvivere. Il Pepe rileva, nella sua pubblicazione, l'attualità e l'importanza delle concentrazioni industriali ed afferma che la fusione può

risultare più utile ed efficace della formazione di un gruppo aziendale nella razionalizzazione integrale della gestione dell'impresa. Il libro, che prendiamo in esame, ha per oggetto lo studio delle fusioni di imprese attraverso l'esposizione, la valutazione, la critica di quanto la dottrina ragioneristica italiana e straniera ha finora detto in materia, fornendo un'appropriata impostazione dottrinale della complessa operazione.

Non ci sarà possibile entrare nel merito di ciascuna parte del libro; cercheremo di presentare solo qualche aspetto, scelto fra i più interessanti. I primi due capitoli sono dedicati alle caratteristiche dell'operazione di fusione, all'inquadramento della operazione nei suoi diversi aspetti giuridici, con particolare riguardo alle modalità tipiche della sua attuazione e alla giustificazione economica dell'operazione, considerando questa forma di concentrazione come processo di integrazione economico-finanziaria e di trasformazione della struttura dell'impresa. Nei capitoli successivi l'autore affronta il problema più delicato e complesso della fusione: la determinazione dei rapporti di scambio di azioni. La ricerca è rivolta prima in funzione della teoria della valutazione dell'azienda in funzionamento, in caso di cessione, quindi con riferimento alla redditività del nuovo organismo aziendale che si viene costituendo per effetto della fusione.

Per poter arrivare alla determinazione del rapporto di scambio di azioni, si terrà conto del valore effettivo delle aziende che intervengono nella fusione. La valutazione di un'azienda, oggetto di cessione, viene fatta in considerazione della sua redditività futura. Nel caso di fusione si costituisce un nuovo complesso economico che avrà una sua redditività, diversa dalla somma delle redditività delle singole imprese. Una ripartizione obiettiva dovrebbe far sì che

la redditività differenziale sia distribuita fra le imprese interessate in base alla loro singola redditività futura. L'autore non trova logico questo procedimento, basato su un fattore di arbitrarietà. Infatti, acutamente osserva: « La redditività futura della nuova azienda non può essere ripartita fra le singole imprese in proporzione alle valutazioni della presunta redditività futura di ciascuna azienda considerata a sé stante; così facendo si presumerebbe di poter determinare separatamente la redditività di singoli fattori facenti parte di un'unica combinazione » (p. 81). Bisognerà ripiegare però, per motivi d'ordine pratico (primo fra tutti quello di stabilire un criterio per la distribuzione dei futuri dividendi ai vari gruppi di azionisti), su un rapporto di scambio basato sulle redditività future delle singole imprese, « non potendosi logicamente enunciare un valido criterio di capitalizzazione di presunti redditi di aziende singole, riguardate come parti indissolubili ed integrate costituenti una unica entità operativa » (p. 82).

Il Pepe non ha voluto trascurare il caso di valutazione comparata delle quotazioni di borsa, che costituiscono elemento di notevole peso nell'impostazione dell'operazione di fusione, quando le azioni delle società interessate sono quotate nelle borse valori. È merito dell'autore aver indagato anche un nuovo e complesso problema sollevato nel caso particolare di fusioni di società che abbiano emesso in passato obbligazioni convertibili. Si riporta anche una interessante esemplificazione tratta dalla prassi nordamericana nella quale si mettono in evidenza aspetti ed elementi atti a fornire utili giudizi sulla valutazione delle imprese ed i limiti che tali pratiche incontrano quando tendono a considerare il problema meramente sotto il profilo finanziario.

L'autore continua indagando i rapporti fra bilancio di funzionamento e bilancio di fusione, studia poi i rapporti che legano valori contabili e le valutazioni di fusione, i procedimenti preliminari di omogeneizzazione dei criteri di valutazione nei bilanci di fusione e le conseguenze che il mutato valore economico della moneta di conto può apportare. Dopo aver illustrato il procedimento di contabilizzazione della fusione, l'autore constata le notevoli difficoltà che si presentano soprattutto quando si vorrà provvedere alla formazione dei bilanci successivi alla fusione. È a questo problema che il Pepe dedica originali ed acute osservazioni, dimostrando che sotto il profilo teorico è irrazionale basarsi sul procedimento contabile di consolidamento che ci porta a rilevare valori contabili non accettabili ai fini della determinazione del reddito d'esercizio. Suggerisce però che la possibilità di pervenire ad una corretta determinazione dei valori contabili si presenta in sede di formazione del primo bilancio d'esercizio successivo alla fusione.

Un altro punto su cui viene posta l'attenzione riguarda le operazioni di fusione tra aziende collegate da vincoli di gruppo nell'ipotesi di partecipazione totalitaria, maggioritaria o minoritaria. L'altro aspetto, molte volte fattore importante nelle operazioni di fusione, è quello fiscale, che ci viene presentato esaminando e cogliendo i caratteri più significativi delle varie norme che si sono susseguite negli ultimi anni.

Dati e notizie sulle principali operazioni di fusione di imprese attuate in Italia dal 1961 al 1965 sono accolte nell'appendice. Detto materiale, elaborato con cura e precisione, permette al lettore la formulazione di un giudizio sul rapporto di scambio delle azioni secondo cui la fusione ha avuto luogo. L'attualità del tema acutamente investigato dal-

l'autore, l'analisi di alcuni aspetti del problema finora quasi ignorati dalla dottrina, gli originali spunti critici nella determinazione dei rapporti di valore e la ricca ed aggiornata bibliografia contribuiscono a rendere la pubblicazione di indubbio interesse per lo studioso di problemi economico-aziendali e giuridici.

F. MARTINELLI

*Milano, Università Cattolica.*

ROBINSON R. D., *International Business Policy*, Holt, Rinehart and Co., New York 1964. Un volume di pp. 252.

Richard D. Robinson, professore al Massachusetts Institute of Technology e alla Harvard University, è noto per uno studio approfondito su *Cases in International Business* e per avere pubblicato un volume intitolato: *The First Turkish Republic: Case Study in National Development*. All'opera che qui presentiamo si ricorre con estremo interesse, poiché fino ad oggi sono mancati contributi sistematici per una trattazione globale della politica delle attività economiche internazionali nelle imprese industriali. L'autore, nella Introduzione, prende la posizione di individuare le linee del calcolo economico-politico che, usato per la scelta della più conveniente iniziativa industriale all'estero, per la strutturazione di imprese internazionali, per la soluzione di problemi operativi, dovrebbe per i centri di decisione competenti rappresentare lo strumento atto ad inserire con coerenza di interessi le operazioni industriali progettate nel quadro politico, sociale, economico ed istituzionale del paese in questione. Il volume costituisce un riuscito esempio di delineamento di schemi fondamentali di ragionamento e di inqua-

dramento per il rigoroso esame di estremamente complessi argomenti di teoria e politica delle relazioni industriali internazionali.

L'autore struttura la sua opera in sei capitoli: il primo tratta la dimensione storica, il secondo quella legale, il terzo quella politica ed economica della politica delle operazioni industriali internazionali, il quarto ed il quinto analizzano i punti di orientamento della politica aziendale e della struttura dell'impresa nei vincoli di interdipendenza con la politica di cui sopra, e il capitolo conclusivo ha per oggetto la dimensione temporale del problema.

Non è qui possibile dare un quadro della complessità degli argomenti affrontati nei sei capitoli del volume, oppure di riferire su tutte le conclusioni raggiunte oppure ancora di analizzare criticamente i pochi passi in cui l'argomentazione del Robinson appare insoddisfacente; e ci limiteremo a porre in rilievo soltanto alcuni dei principali e più interessanti aspetti e risultati dell'opera sotto esame. Appare problematica la schematica suddivisione in periodi, attuata nel primo capitolo, delle attività industriali internazionali (era del commercio: 1500-1850; dello sfruttamento: 1850-1910; delle concessioni: 1910-1945; del nazionalismo: 1945-1970; dell'internazionalismo: 1970-2000 circa). Oltre ad essere superficiale e difficilmente sostenibile sul piano storico, la semplicistica stratificazione appare non necessaria ai fini dell'ottenimento di un effettivo quadro delle operazioni internazionali delle imprese industriali. Particolarmente interessanti, invece, sono le informazioni contenute nel secondo capitolo, sulle diverse dottrine attinenti alla protezione degli interessi nazionali lesi da imprese industriali; l'autore collega, tutto sommato, il generalmente insoddisfacente stato di protezione dei paesi alla impossibilità di una chiara e distinta de-