

Le soluzioni alle criticità finanziarie delle piccole imprese

di Antonio Ricciardi (*)

Dopo aver analizzato nella prima parte dell'articolo (1) le criticità che caratterizzano la gestione finanziaria delle Pmi, questa seconda parte è dedicata alle possibili soluzioni ed in particolare all'utilizzo di strumenti finanziari quali private equity, obbligazioni, strumenti finanziari e prestiti partecipativi, debito mezzanino che consentono il miglioramento del livello di capitalizzazione e la diversificazione delle fonti di finanziamento.

Premessa

Le piccole imprese in Italia presentano gravi criticità nella loro gestione finanziaria. Sono infatti caratterizzate da un ridotto livello di capitalizzazione, da un'eccessiva dipendenza dal canale bancario e da una forte incidenza dell'indebitamento a breve termine.

Per poter superare queste criticità le PMI italiane dovrebbero diversificare le fonti di finanziamento e fare maggiore ricorso a:

- private equity;
- obbligazioni;
- strumenti finanziari partecipativi;
- prestiti partecipativi;
- debito mezzanino.

Il private equity

La soluzione al problema della ricapitalizzazione potrebbe essere rappresentato dall'ingresso nel capitale di investitori istituzionali, soci finanziatori «pazienti», il cui unico obiettivo è quello di collaborare con discrezione con l'imprenditore al fine di contribuire alla crescita dell'impresa e, quindi, del valore della partecipazione per poi rivenderla (possibilmente allo stesso imprenditore) dopo un periodo medio di 3/5 anni guadagnando sulla plusvalenza.

Si fa riferimento, in particolare a fondi chiusi, società finanziarie di partecipazione, merchant bank, finanziarie regionali e so-

cietà pubbliche per la nascita e lo sviluppo di attività imprenditoriali, la cui attività nel capitale di rischio è definita nella sua generalità *private equity*.

Avere come azionista di rilievo un investitore istituzionale garantisce alle aziende ulteriori vantaggi:

- si accresce il potere contrattuale dell'impresa;
- si facilita l'attrazione di manager esperti e capaci;
- le conoscenze possedute dall'investitore istituzionale fanno scaturire nuove sinergie con altri imprenditori del settore al fine di realizzare possibili partnership;
- migliora l'immagine e la visibilità dell'azienda e dell'imprenditore nei confronti delle banche e del mercato finanziario;
- si agevola il reperimento di ulteriori finanziamenti per gli investimenti;
- si concretizzano più rapidamente i progetti di sviluppo.

Attualmente in Italia operano 140 fondi chiusi di cui 120 associati all'AIFI (marzo 2008) e dispongono di 6 miliardi di euro da investire (dic. 2007). Sono alla ricerca di Pmi che abbiano un interessante progetto industriale e

Note:

(*) *Ordinario di Economia Aziendale presso l'Università della Calabria*

(1) *Amministrazione&Finanza*, n. 1/2009.

con potenziali di crescita. Sotto questo profilo, nel 2007 il 34% delle operazioni private equity in Italia ha riguardato imprese con meno di 20 dipendenti (il 52% imprese con meno di 100 dipendenti) e il 35% delle operazioni è stato realizzato con imprese con meno di 2 milioni di euro di fatturato (il 65% con imprese con meno di 30 milioni di euro di fatturato).

In base ad un'indagine empirica condotta dall'Aifi su un campione di 33 aziende familiari oggetto di investimento dei fondi private equity in Italia nel periodo 2000-2005, si rileva che:

- l'investimento medio in capitale di rischio si attesta intorno ai 9,75 milioni di euro;
- il valore medio delle partecipazioni risulta essere pari al 19,74%;
- il 54% delle partecipazioni è avvenuto nei settori: industria, Ict e commercio;
- per il 70% delle imprese, il fatturato è incrementato del 10%; per il 12% delle imprese del 90%; per il 18% ha registrato una flessione;
- l'utile netto è aumentato mediamente del 14,78%; tuttavia il 24% del campione ha registrato perdite (al riguardo, è opportuno precisare che le perdite sono state determinate soprattutto dagli ammortamenti);
- il 73% registra un incremento degli addetti mentre il restante 27% una diminuzione.

Avere come socio un fondo private equity determina vantaggi ma anche rischi. In particolare, entra nella società un soggetto terzo che richiede costantemente informazioni, che partecipa al CdA e che genera timori di perdita di controllo. Il capitale minimo di ingresso è troppo elevato per le piccole imprese e non tutte le società di private equity mantengono ciò che promettono: bisogna saperle selezionare. Inoltre, in alcuni casi i fondi private equity impongono una cultura aziendale in tempi non adeguati all'organizzazione dell'azienda. Infine, esiste il problema di trovare le risorse per permettere l'uscita del fondo (molto spesso si è costretti a indebitarsi).

Tuttavia, il principale ostacolo alla diffusione del private equity è la scarsa conoscenza dell'operazione da parte degli imprenditori.

Le obbligazioni per le Srl

La Riforma del diritto societario (L. 366/2001) rende accessibile alle S.r.l. (forma

giuridica tipica delle imprese di piccole dimensioni) un nuovo canale di finanziamento rappresentato dai titoli di debito. L'articolo 2483 dispone che se nell'atto costitutivo è espressamente previsto, la società può procedere all'emissione di titoli di debito, la cui sottoscrizione è riservata agli investitori professionali.

Tale disposizione, da un lato, offre l'opportunità alle S.r.l. di diversificare le fonti di finanziamento e di accedere ai mercati finanziari, dall'altro lato, mira a tutelare gli interessi dei sottoscrittori risparmiatori. Infatti, la tutela di questi ultimi è garantita dal fatto che, in caso di successiva circolazione del titolo, l'investitore professionale risponde della solvibilità della società (2).

L'atto costitutivo definisce l'organo competente all'emissione dei titoli che può essere l'assemblea o l'organo amministrativo e stabilisce i limiti, le modalità e le maggioranze necessarie per la decisione (3). Per quanto

Note:

(2) Questa garanzia non interviene quando, in caso di successiva circolazione, gli acquirenti siano altri investitori professionali oppure gli stessi soci della società emittente. Inoltre, «con riferimento a questa disposizione non è chiaro chi debba rispondere della solvibilità nel caso in cui il titolo sia alienato più volte tra più investitori professionali. Il tema è dibattuto dalla dottrina. Seppure il profilo presenta margini di opinabilità si può ritenere che, applicandosi alla circolazione garantita di questi speciali titoli le norme in materia di cessione del credito, sussista una responsabilità solidale del sottoscrittore con tutti i successivi acquirenti che siano investitori professionali. In altri termini, a nostro avviso, la garanzia sulla solvenza della società incombe su tutti gli intermediari finanziari che abbiano successivamente negoziato il titolo di debito emesso dalla S.r.l.» (Fondazione Luca Pacioli, 2005).

(3) La decisione di emissione dei titoli di debito deve indicare: a) il valore nominale di ciascun titolo; b) il rendimento dei titoli o i criteri per la sua determinazione; c) il modo o i tempi di pagamento degli interessi e di rimborso dei titoli; d) se il diritto dei sottoscrittori alla restituzione del capitale e agli interessi sia, in tutto o in parte, subordinato alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società; e) se i tempi e l'entità del pagamento degli interessi possono variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società. I titoli di debito devono indicare: 1) la denominazione, l'oggetto e la sede della società, con l'indicazione dell'ufficio del registro delle imprese presso il quale la società è iscritta; 2) il capitale sociale e le riserve esistenti al momento dell'emissione; 3) la data della deliberazione di emissione e della sua iscrizione nel registro delle imprese; 4) l'ammontare complessivo dell'emissione, il valore nominale di ciascun titolo, i diritti

(segue)

riguarda i limiti è interessante rilevare che, a differenza di quanto previsto per le S.p.a., per le S.r.l. la legge non prevede alcun limite all'emissione ma rimanda all'atto costitutivo l'eventuale loro determinazione. Questa circostanza è giustificata dal fatto che i titoli di debito emessi dalle S.r.l. possono essere sottoscritti solo da investitori professionali, in grado di valutare effettivamente il livello di rischio sopportato, tanto da garantire, in caso di successiva circolazione dei titoli, il loro rimborso.

Tuttavia, alla luce di queste considerazioni è legittimo prevedere un limitato successo di questa forma di finanziamento a causa delle difficoltà a trovare investitori professionali disposti a garantire per tutta la scadenza del debito, generalmente di medio o lungo periodo, la solvibilità dell'emittente.

Le obbligazioni per le Spa

In considerazione del fatto che neppure le obbligazioni emesse da SpA hanno mai riscontrato grosso interesse da parte dei risparmiatori, soprattutto quelle emesse dalle società non quotate, al fine di agevolarne la diffusione il legislatore ha cercato di apportare significative modifiche in alcune caratteristiche peculiari.

In primo luogo, se la legge o lo statuto non dispongono diversamente, l'emissione delle obbligazioni (non convertibili) può essere deliberata dall'organo amministrativo, senza quindi il ricorso all'assemblea.

In secondo luogo, i limiti all'emissione sono divenuti più ampi e pertanto l'art. 2412 (modificando il precedente art. 2410 comma 1) dispone che «la società può emettere obbligazioni per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato». Tale limite può essere superato quando le obbligazioni sono garantite da ipoteca su immobili di proprietà della società, sino a due terzi del valore dei medesimi (eccezione già prevista nella precedente disciplina) e «se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali» (4). Sotto questo profilo, occorre considerare che la Riforma, pur ampliando sensibilmente i limiti all'e-

missione, si preoccupa comunque di tutelare i sottoscrittori e pertanto dispone che sia costante il rapporto tra patrimonio netto e obbligazioni emesse: in base all'art. 2413 è vietato infatti ridurre il capitale sociale o distribuire riserve se il limite previsto dall'art. 2412 non è più rispettato; inoltre, qualora la riduzione del capitale sia obbligatoria, ovvero le riserve si riducono per perdite, è vietata la distribuzione degli utili fino a quando l'ammontare del capitale e delle riserve non sia pari al valore delle obbligazioni in circolazione. Per le società quotate in mercati regolamentati non è previsto alcun limite alle emissioni di obbligazioni destinate alla quotazione.

Infine, l'art. 2411 c.c. introduce le obbligazioni «subordinate» e quelle «a rendimento variabile». Per le prime il rimborso e il pagamento degli interessi può essere, in tutto o in parte, subordinato alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società, mentre per le seconde i tempi e le modalità del rimborso del capitale e del pagamento degli interessi possono variare in funzione di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società.

Le forme miste di finanziamento

Le forme miste di finanziamento sono strumenti che per natura si collocano in una posizione intermedia tra il capitale di rischio e il debito senior, cioè il debito primario assistito da garanzie, e che per questo sono anche definiti *semi-equity*.

In generale, questi strumenti di finanziamento sono affini al capitale di debito per quanto riguarda gli aspetti giuridico-contrat-

Note:

(segue nota 3)

ti con essi attribuiti, il rendimento o i criteri per la sua determinazione e il modo di pagamento e di rimborso, l'eventuale subordinazione dei diritti dei sottoscrittori a quelli di altri creditori della società; 5) le eventuali garanzie da cui sono assistiti; 6) se emessi al portatore, l'investitore professionale che ha sottoscritto i titoli stessi. Per ulteriori approfondimenti Romanelli E. (2004).

(4) «Il richiamo alla natura professionale dell'investitore si comprende in quanto la qualifica soggettiva di questi ultimi garantisce l'accorta ponderazione circa i rischi dell'investimento, con responsabilità del sottoscrittore per la solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali, nel caso di successiva circolazione delle obbligazioni» (De Rosa e Russo, 2004).

tuali, e vicini al capitale proprio per l'elevato grado di esposizione al rischio di impresa a cui sono soggetti, essendo quasi totalmente sprovvisti di garanzie.

Si tratta dunque di forme di finanziamento adatte a costituire, per l'impresa che vi ricorre, una fonte di capitale per lo sviluppo, beneficiando sia dei vantaggi fiscali del capitale di debito sia della tolleranza al rischio e della pazienza nella remunerazione del capitale proprio.

In Italia, a differenza di quanto avviene in contesti finanziari più evoluti, il ricorso a queste forme di finanziamento, soprattutto da parte delle Pmi, è ancora piuttosto limitato. La ristretta articolazione delle fonti di finanziamento utilizzate dalle imprese di piccola e media dimensione nel nostro Paese, limitata per lo più ai mezzi propri e al debito bancario tradizionale, rende quindi innovativi questi strumenti.

Le forme miste di finanziamento a disposizione delle imprese si articolano in tre fondamentali tipologie:

- 1) gli strumenti finanziari partecipativi;
- 2) i prestiti partecipativi;
- 3) il debito mezzanino.

Gli strumenti finanziari partecipativi

Gli strumenti finanziari partecipativi introdotti con la riforma del diritto societario (L. 366/2001), rappresentano strumenti «ibridi», cioè assimilano caratteristiche economiche e giuridiche a metà strada tra azioni e obbligazioni. Come le obbligazioni danno diritto al rimborso del capitale e al pagamento degli interessi: il rimborso è postergato e la remunerazione è variabile in funzione dei risultati conseguiti dall'azienda. Come le azioni danno diritto a partecipare, ma senza diritto di voto, all'assemblea, nominare un membro del CdA e del Collegio sindacale, impugnare le delibere.

Di fatto, secondo alcuni autori, rappresentano un *tertium genus* di strumento di finanziamento, una fattispecie intermedia tra gli strumenti di debito (obbligazioni) e gli strumenti di partecipazione al rischio di impresa (azioni) a disposizione delle società di capitali. L'atipicità dello strumento si rileva so-

prattutto nel rapporto che lega la società emittente e il sottoscrittore che, pur avendo realizzato un investimento a titolo di capitale di rischio, non assume la qualifica di socio, in quanto il conferimento connesso alla sua sottoscrizione in nessun caso può essere

imputato al capitale sociale. Per quanto riguarda il contenuto patrimoniale di tali strumenti, lo Statuto può prevedere la remunerazione del capitale investito assimilabile agli interessi su titoli obbligazionari oppure la partecipazione agli utili derivanti sia dall'esercizio dell'impresa sociale sia da una particolare attività o da uno specifico affare.

Affinché i titolari di strumenti finanziari partecipativi possano partecipare agli utili è necessario, a norma dell'art. 2433 c.c., che questi ultimi siano presenti in bilancio e che la società ne deliberi la distribuzione. Tuttavia, è possibile prevedere, così come avviene per le azioni di risparmio, una distribuzione privilegiata: sarà sufficiente, in questo caso, l'approvazione di un bilancio da cui risulti il conseguimento di utile e non occorrerà la deliberazione dell'assemblea dei soci per procedere alla sua distribuzione. Il rimborso può essere previsto ad una data prefissata, solitamente diversa da quella di scadenza della società (Ricciardi 2005-a).

I sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi (soci, dipendenti o terzi), salvo diversa disposizione, possono vedere liquidato il loro investimento solo prima o addirittura in maniera equiparata rispetto agli azionisti e in ogni caso in maniera postergata rispetto ai creditori sociali. I capitali che le imprese ottengono attraverso l'emissione di strumenti finanziari partecipativi sono, pertanto, destinati a restare stabilmente vincolati allo svolgimento dell'attività imprenditoriale, alla stregua del capitale sociale. È proprio per questa ragione che il legislatore non ha previsto alcun limite all'emissione di questo speciale strumento di finanziamento, come avviene invece per le obbligazioni.

L'apporto può essere costituito sia da beni conferibili quali denaro, beni in natura e crediti sia da altre prestazioni non conferibili quali le opere ed i servizi.

Relativamente ai diritti amministrativi, il

Le forme miste di finanziamento, anche definite semi-equity, sono strumenti che per natura si collocano in una posizione intermedia tra il capitale di rischio e il debito anche definiti semi-equity.

legislatore fa esplicito divieto ai sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi del diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti. Tuttavia, secondo quanto disposto dall'art. 2351 comma 5 c.c., è possibile riservare ai sottoscrittori il diritto di voto su argomenti specificamente indicati dallo statuto. Agli stessi sottoscrittori spetta la facoltà di nominare in particolare un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o un sindaco.

Gli strumenti finanziari partecipativi possono rappresentare anche una soluzione al problema dell'ingresso di fondi private equity, in quanto tendono a soddisfare sia le esigenze delle aziende sia quelle dei sottoscrittori. I vantaggi per le imprese sono legati ai tempi di permanenza dei finanziatori, stabiliti per contratto dalla scadenza degli strumenti finanziari partecipativi (così come la loro remunerazione) ed inoltre, non c'è rischio di scalate e l'ingerenza nella gestione è piuttosto circoscritta. Per quanto riguarda i sottoscrittori, sia la remunerazione che la liquidazione della partecipazione sono garantite dal contratto. Inoltre, è possibile influenzare la gestione in quanto vi sono alcune clausole che permettono la nomina e revoca di una componente minoritaria del CDA e/o di un sindaco, l'obbligo dell'assenso su operazioni societarie di particolare rilevanza, il diritto di partecipare ed intervenire all'assemblea generale dei soci, la possibilità di ispezionare i dati contabili e di ricevere il rendiconto di periodo.

Queste caratteristiche fanno degli strumenti finanziari partecipativi uno strumento ideale per i fondi private equity: i fondi partecipano alla gestione senza essere soci (vantaggio per le aziende) e sono garantiti da un contratto per quanto riguarda il rimborso e la remunerazione della partecipazione (vantaggio per i fondi). Per l'azienda, la remunerazione rappresenta un costo ed è quindi deducibile.

I prestiti partecipativi

I prestiti partecipativi sono una forma intermedia di finanziamento tra il prestito tradi-

zionale ed il capitale proprio. Rappresentano uno strumento particolarmente adatto a soddisfare i bisogni finanziari delle imprese che, a fronte di programmi di investimento e/o di sviluppo, vogliono diversificare le fonti di finanziamento, procedendo ad una «graduale ricapitalizzazione aziendale» senza diminuire

la propria autonomia di gestione derivante dall'entrata di nuovi soci. I tratti fondamentali di questo strumento, che ne costituiscono anche l'aspetto innovativo, sono essenzialmente tre: remunerazione, rimborso, garanzie.

Il pagamento degli interessi è legato in parte alle performance dell'impresa, in quanto l'ammontare complessivo da corrispondere a titolo di interesse è dato dalla somma di due compo-

nenti: la prima ha natura fissa (importo minimo garantito) ed è calcolata con riferimento a un tasso base (che generalmente è l'Euribor) maggiorato di qualche punto in relazione al rischio d'impresa; la seconda, invece, è assolutamente variabile e legata appunto ai risultati economici raggiunti dall'impresa.

Il rimborso delle quote di capitale del prestito compete in via principale ai soci e solo in via subordinata alla società finanziata, che è obbligata in via diretta solo per il pagamento degli interessi.

Il meccanismo usato per il servizio del debito prevede che siano i soci, attraverso versamenti periodici in «conto futuro aumento di capitale sociale», a fornire alla società le risorse necessarie per provvedere al rimborso delle rate del prestito. Il credito che i soci maturano in tal modo viene trasformato in capitale sociale alla fine dell'ammortamento del prestito partecipativo, il quale si configura come un'anticipazione del capitale di rischio. In sostanza tale strumento assume la forma di un rapporto triangolare tra l'ente finanziatore, l'impresa finanziata e i suoi soci, come raffigurato in Tavola 1.

Di norma non sono previste garanzie reali a favore del soggetto finanziatore. L'unica forma di garanzia che accompagna il prestito è di tipo personale e di natura individuale o collettiva (generalmente fidejussioni solidali

Gli strumenti finanziari partecipativi possono rappresentare una soluzione al problema dell'ingresso di fondi private equity in quanto tendono a soddisfare sia le esigenze delle aziende sia quelle dei sottoscrittori.

da parte dei soci o di altri soggetti coobbligati: garanzia integrativa del Confidi per almeno il 45% del prestito). Tuttavia spesso il finanziatore si assicura una tutela indiretta sul buon esito del suo investimento facendo sottoscrivere all'impresa richiedente delle clausole contrattuali (dette covenants), che obbligano l'impresa a tenere certi comportamenti quali la non distribuzione degli utili per tutta la durata del finanziamento, piuttosto che l'impegno a non modificare la compagine societaria senza previa autorizzazione.

La durata del finanziamento varia generalmente tra i 5 e i 10 anni. Il piano di rimborso è strutturato in base a rate trimestrali o semestrali e spesso prevede un periodo di preammortamento (durante il quale vengono pagati gli interessi sulla somma ricevuta, senza rimborsi di capitale) che può andare da 1 a 3 anni.

Il vantaggio principale offerto da questo strumento è rappresentato dalla progressività del suo costo complessivo. Infatti in virtù dell'elemento partecipativo, che rappresenta la principale attrattiva per il finanziatore, il costo base (fisso) è piuttosto contenuto, e permette anche ad aziende giovani di sostenere l'onere del finanziamento. In tal modo l'impresa può ottenere sin dall'inizio le risorse necessarie per la sua operatività e indebitarsi, anche per importi consistenti, senza irrigidire eccessivamente la sua struttura finanziaria, ovvero senza immobilizzare una parte troppo consistente dei risultati operativi al servizio del debito.

Il debito mezzanino

Il debito mezzanino non indica un singolo strumento di finanziamento, bensì una struttura finanziaria articolata nella quale si fa ricorso contemporaneamente all'utilizzo di più strumenti aventi caratteristiche tecniche differenti.

In generale è possibile identificare due componenti distinte all'interno di un finanziamento mezzanino:

- il debito subordinato, che generalmente ha la forma di un vero e proprio prestito;
- *l'equity kicker*, che rappresenta, invece, la parte avente natura di capitale di rischio.

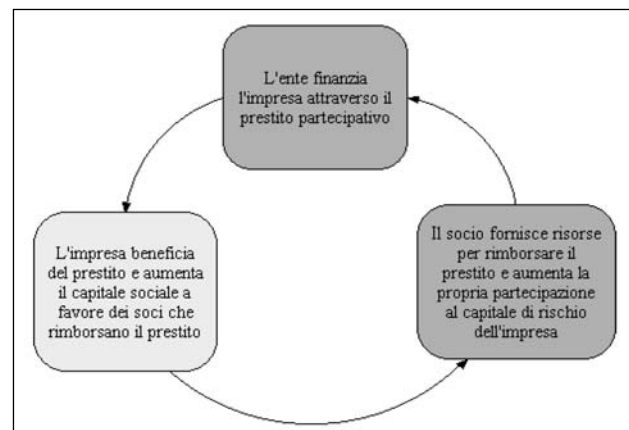
Il debito subordinato ha una durata generalmente compresa tra 7 e 10 anni e prevede

spesso un periodo di preammortamento (durante il quale vengono pagati gli interessi sulla somma ricevuta, senza rimborsi di capitale), che può raggiungere i 5 anni. Il rimborso è postergato rispetto a un finanziamento primario e la remunerazione avviene o secondo un saggio di interesse, fisso o variabile, calcolato in base ad un tasso di riferimento (quasi sempre l'Euribor) aumentato di 3-4 punti per tenere conto della maggiore durata e del maggior rischio insito nell'operazione. I tassi applicati nel debito subordinato sono quindi più elevati rispetto al normale costo del capitale di debito primario.

Il debito subordinato in genere non prevede alcuna garanzia né di tipo reale né di tipo personale. Come nel caso del prestito partecipativo la società finanziatrice si tutela indirettamente tramite clausole contrattuali accessorie (covenants) che impediscano l'incremento del livello di rischio, vietando ad esempio l'accensione di nuovi crediti a breve, la vendita di asset profittevoli o il mutamento nella struttura finanziaria dell'azienda.

L'equity kicker dà al finanziatore la possibilità di acquisire quote del capitale di rischio dell'impresa partecipata, al fine di consentirgli di beneficiare dei suoi eventuali apprezzamenti di valore. Si dà infatti al finanziatore la possibilità di sottoscrivere una determinata quantità di azioni o quote della società oggetto del finanziamento. La quantità di azioni o quote sottoscritte dall'ente finanziatore viene appunto definita equity kicker. In questo modo i finanziatori, potendo ottenere un rendimento vicino al ROE della società, sono compensati dell'elevato

Tavola 1 - Struttura del prestito partecipativo



rischio che sostengono finanziando un'impresa a titolo di debito subordinato. Tecnicamente questa componente è rappresentata da warrant call o da opzioni call su titoli rappresentativi del capitale di rischio dell'impresa finanziata (5).

I soggetti erogatori di debito mezzanino sono rappresentati da venture capitalist, da fondi di investimento specializzati o da intermediari finanziari che privilegiano gli alti rendimenti potenziali che tali forme di finanziamento potrebbero offrire.

Sulla stessa scia dei precedenti strumenti finanziari descritti rientrano le recenti proposte di numerose banche che prevedono l'erogazione di prestiti a media-lunga scadenza (cinque anni) in assenza di garanzie ma a patto che l'azienda si impegni ad una sua ricapitalizzazione, mediante apporti dei soci (o in alternativa, mediante destinazione a riserve di utili non distribuibili) in misura predefinita (dal 50% al 100% del finanziamento), da effettuarsi anche in più soluzioni.

Se, normalmente, per una banca erogare credito senza garanzie comporta un incremento dei rischi, tuttavia, anche secondo i nuovi criteri di Basilea 2, il contestuale aumento dei mezzi propri da parte dell'azienda (associato ad un sistema di rating evoluto) consente che l'impatto sul capitale di rischio della banca resti invariato.

Conclusioni

Nell'attuale scenario, caratterizzato da una profonda crisi strutturale, dalla globalizzazione dei mercati e dall'innovazione tecnologica, la competitività delle Pmi italiane dipende dalla loro capacità di introdurre innovazioni nei processi organizzativi e di risolvere le gravi criticità della gestione finanziaria.

In primo luogo, occorre modificare i rapporti tra banche e imprese impostandoli su strategie di cooperazione. Sotto questo profilo, le banche, attraverso il potenziamento dell'offerta di servizi finanziari innovativi, dovrebbero guidare le Pmi ad un rafforzamento del patrimonio, ad un allungamento delle scadenze del debito e ad ampliare la loro scelta tra diverse fonti di finanziamento. Le stesse aziende di credito dovrebbero, in fase di istruttoria, concentrare gli sforzi per valu-

tare gli investimenti piuttosto che le garanzie e premiare soprattutto quelle iniziative imprenditoriali orientate alla ricerca e sviluppo.

Da parte loro gli imprenditori devono convincersi che la finanza è una funzione fondamentale e non accessoria per l'efficienza complessiva dell'impresa e pertanto ad essa vanno dedicate gli stessi sforzi e le stesse risorse impiegate per la produzione e la commercializzazione dei prodotti. Inoltre, una fattiva collaborazione da parte delle banche può realizzarsi solo migliorando la trasparenza delle informazioni, puntando in primo luogo alla chiarezza del bilancio.

In secondo luogo, la criticità della sottocapitalizzazione potrebbe essere risolta mediante l'ingresso nel capitale di investitori istituzionali, soci finanziatori «pazienti», il cui unico obiettivo è quello di rivendere la partecipazione, molto frequentemente agli stessi imprenditori, guadagnando sulla plusvalenza. I vantaggi di avere come azionista questi investitori sono molteplici: non c'è il rischio di eventuali scalate; migliora l'immagine dell'azienda nei confronti delle banche e degli altri finanziatori; si agevola il reperimento di ulteriori finanziamenti; le conoscenze possedute da questi operatori fanno scaturire nuove sinergie con altri imprenditori al fine di

Note:

(5) Il *warrant call* è uno strumento finanziario che conferisce al detentore la facoltà di acquistare, alla scadenza o entro la data di scadenza, un quantitativo di azioni prestabilito (azioni di compendio) ad un prezzo prefissato (*strike price*). Se il prezzo dell'attività sottostante supera il prezzo di esercizio (*strike price*), all'investitore conviene esercitare il proprio diritto; il punto di pareggio (*break even*) viene raggiunto quando la differenza (positiva) fra prezzo del sottostante e prezzo d'esercizio è pari al premio corrisposto per acquisire il warrant. Naturalmente, a partire dal punto di *break even*, il profitto realizzato dall'investitore sarà tanto più grande quanto maggiore è l'ampiezza di tale differenza.

L'opzione *call* (opzione d'acquisto) è uno strumento finanziario derivato che conferisce al possessore il diritto di acquistare una determinata attività sottostante ad un prezzo prefissato (detto prezzo di esercizio o *strike price*), alla scadenza o prima della scadenza dell'opzione stessa. Poiché quello concesso al possessore è una facoltà e non un obbligo, egli può liberamente decidere di esercitare l'opzione o lasciarla scadere senza aver esercitato il diritto. L'acquisto della facoltà connessa a un contratto di opzione avviene a un prezzo - denominato premio - che l'acquirente riconosce al venditore.

realizzare nuove partnership. L'ingresso nel capitale sociale delle imprese di fondi *private equity* potrebbe rappresentare la fase propedeutica per la quotazione in Borsa che attualmente non risulta una soluzione percorribile. È ancora elevata, infatti, la diffidenza degli imprenditori legata sia ai costi eccessivi ma soprattutto alla complessità organizzativa della quotazione e agli eccessivi vincoli imposti.

Infine, la diversificazione delle fonti di finanziamento potrebbe essere realizzata mediante l'emissione, diretta o indiretta, di obbligazioni e il ricorso a forme miste di finanziamento.

Queste ultime, per le loro caratteristiche ibride di strumenti di debito e di capitale, risultano essere opportunità interessanti anche dal punto di vista fiscale.

Bibliografia

De Rosa L. e Russo A., *Reperimento del capitale di rischio e di debito alla luce della Riforma*, in «Guida alla Contabilità e Bilancio», n. 3, 2004.

Fondazione Luca Pacioli, *Il Finanziamento delle società a Responsabilità limitata: profili giuridici*, Documento n. 1, gennaio 2005.

Ricciardi A., *Le reti di imprese. Vantaggi competitivi e pianificazione strategica*, F. Angeli, Milano, 2003

Ricciardi A., «La disciplina dei conferimenti e delle forme di finanziamento nelle società di capitali», in Musaiò A., *La riforma del diritto societario. Profili economico-aziendali*, F. Angeli, Milano, 2005-a

Ricciardi A., *Le criticità della gestione finanziaria delle Pmi in Italia: il caso dei distretti industriali*, Centro Editoriale e Librario, Università della Calabria, Rende, 2005-b

Ricciardi A., «Distretti industriali: criticità della gestione finanziaria e strumenti innovativi», in Antoldi F. (a cura di), *Piccole imprese e distretti industriali. Politiche per lo sviluppo in Italia e in America Latina*, Il Mulino, Bologna, 2006

Ricciardi A., *La gestione finanziaria delle imprese di distretto: l'impatto di Basilea 2*, in Quaderni Fin. Te.M.A., CREA-Bocconi, n. 2/2005. Anno 2006

Ricciardi A., «Distretti industriali: nuovi modelli organizzativi», in Facile E. e Giacomelli A. (a cura di), *La Guida del Sole 24 Ore a Ba-*

silea 2. Il nuovo processo del credito alle imprese, Il Sole 24 Ore Libri, 2008-a

Ricciardi A., «Reti di imprese. Modello organizzativo per sostenere la competitività delle Pmi italiane», *Amministrazione&Finanza*, n. 22, 2008-b

Romanelli E., «Struttura finanziaria delle società di capitali», in *Contabilità Finanza e Controllo*, n. 1, 2004

Unioncamere e Istituto Tagliacarne, *Rapporto Pmi 2005*