

saggi

siamo in: [Homepage](#) / [archivio](#)

working paper

N° 2 2007

di [Lorenzo Caselli](#)

autori

archivio



L'Europa in stand by

recensioni

segnalazioni

eventi

link

saggi

⇒ Mario [Molteni](#)

Gli stadi di sviluppo della CSR nella strategia aziendale

⇒ Salvator [Loddo](#)
angelo

Central Banking: Back to the Future

⇒ Teresina [Torre](#)

Diversity Management and Disability: Indications from a Research on Ligurian Enterprises

⇒ Bruno [Buzzo](#)

Strategia del mix degli strumenti di comunicazione: una "guide-line" per l'analisi delle variabili di scelta tra gli strumenti

working paper

⇒ Gianni [Cozzi](#)

Il capitale relazionale urbano. Primi spunti di riflessione sul caso genovese

⇒ Francesca [Querci](#)

L'integrazione delle reti commerciali di banca e assicurazione: il caso Carige SpA

⇒ Giovanni [Lombardo](#)

La finanza innovativa per le PMI. Un'indagine territoriale

⇒ Peter [Seele](#)

Curating Corporate Social Responsibility. The MoMA brought to Berlin by Deutsche Bank seen as marketing strategy

⇒ Mauro [Bini](#)

L'organizzazione raccontata: relazioni, poteri e sentimenti nelle imprese

< [indietro](#)



La finanza innovativa per le PMI. Un'indagine territoriale

Giovanni Lombardo

Sommario: 1. Introduzione - 2. La situazione strutturale delle PMI provinciali e il legame tra dimensione e performance - 3. Le modalità di finanziamento delle PMI provinciali - 4. Alcune soluzioni possibili - 4.1. Aiuti pubblici - 4.2. Il private equity e il venture capital - 4.3. Gli strumenti della riforma del diritto societario - 4.4. Gli strumenti finanziari e i prestiti partecipativi - 4.5. I finanziamenti agevolati e il nuovo ruolo dei Confidi - 4.6. I fondi pensione - 4.7. Il MAC, in nuovo mercato alternativo dei capitali e le azioni di sviluppo - 5. Conclusioni - Bibliografia.

Abstract

The article analyses the economic and structural background of small and medium-sized Ligurian enterprises (SMEs) (especially those of the province of Genoa, Italy), and the relationship between companies' size and their economic performance. It examines a business environment with a huge number of micro-enterprises, reluctant to join forces and give up their independence and small size; indeed, they prefer to grow in pool, through consortiums and other forms of partnerships.

The article focuses on different methods to finance SMEs, especially in relation to specific aspects of the local business scenario. It shows different ways to benefit from public aids, the possibility to resort to venture capital operations and to private equity funds; it also analyses the instruments of the recent Italian commercial law amendments; the role that "Confidi" can take in local business, even as a result of the new Basel Agreement's rules. Finally, the author examines the new organized market of capital exchanges, for small and medium-sized enterprises (MAC), a useful tool for local business, with several companies eager to grow and produce innovation, but far from meeting the requirements needed to be listed on the main Italian Stock Exchange market.

1. Introduzione

Nel presente articolo viene analizzata la situazione finanziaria, economica e strutturale delle piccole e medie imprese (PMI) con sede nella regione Liguria, con particolare risalto a quelle della provincia di Genova. A tale analisi segue una

rassegna sui canali e le modalità finanziarie che meglio si adattano alla risoluzione delle criticità riscontrate e del “fallimento del mercato” di taluni strumenti finanziari.

Dal punto di vista metodologico, al fine di delineare le peculiarità e i dati significativi dell'imprenditoria locale, sono stati analizzati i bilanci di esercizio di un campione di società liguri¹, tratti dagli archivi della Centrale dei bilanci e del Cerved, nel triennio 2003-05, sebbene per alcuni indicatori sia stato utilizzato solo il biennio 2004-2005 in quanto ritenuto di maggiore significatività². Diversi dati finanziari sono stati reperiti presso la sezione regionale ligure della Banca d'Italia.

Infine, poiché secondo alcuni (Palumbo e Garbarino, 2006) l'analisi di tipo standard presenta dei limiti nell'approfondimento dell'oggetto della stessa (si pensi al fatto che soltanto le società di capitali depositano un bilancio presso il Registro delle Imprese e al fatto che esse costituiscono solo una parte del tessuto imprenditoriale locale), è stata effettuata anche un'analisi “non standard”, attraverso una serie di interviste a testimoni qualificati, quali parte di un campione di esperti, altrimenti detto campione sociologico, preferendo una traccia di intervista semi-strutturata³. Le interviste si sono susseguite in uno spazio temporale piuttosto ampio e in una prima tornata di interviste è stata richiesta ai soggetti del campione un'opinione sugli indicatori di bilancio di cui sopra, al fine di ottenere un commento sull'analisi standard quale fase di pre-test.

¹Il campionamento adottato è di tipo probabilistico casuale semplice, senza reimmissione e il numero delle imprese passate in rassegna ammonta a 500, appartenenti ai diversi raggruppamenti di attività del vigente codice Ateco.

²Gli indicatori costruiti con voci del conto economico poste al di sotto dell'utile corrente (quale l'utile di esercizio e quindi anche il ROE) derivano da un calcolo introdotto dalla riforma di cui al D.lgs. 17/1/2003, n. 6, che ha modificato gli artt. 2423 e seguenti del Codice Civile e introdotto alcune norme volte a eliminare, a partire dall'esercizio 2004, la cosiddetta “interferenza fiscale” nei bilanci di esercizio. In base a tale nuova normativa, le rettifiche e gli accantonamenti deducibili fiscalmente (quali gli ammortamenti anticipati), seppur consentiti, non possono più essere iscritti in bilancio se non sono giustificati da “motivazioni economiche” (c.d. “disinquinamento fiscale”). L'Organismo Italiano di Contabilità (OIC), con un documento del 25/10/2004 (OIC-1) ha raccomandato di eliminare dette interferenze imputandole a conto economico nella voce “proventi straordinari” (per gli ammortamenti anticipati e voci affini) e “oneri straordinari” (per le relative imposte differite).

³Si tratta principalmente dell'intervista all'amministratore delegato di Rete Fidi Liguria, Paolo Parini, che qui ringrazio per il suo prezioso contributo, oltre a quelle effettuate ad operatori di locali istituzioni bancarie e associazioni di categoria.

2. La situazione strutturale delle PMI provinciali e il legame tra dimensione e performance

La situazione strutturale delle piccole e medie imprese della provincia di Genova si presenta in modo alquanto frastagliato; il numero delle imprese cresce a livello assoluto, sebbene la dinamica intersettoriale non sia uniforme; la vita media delle imprese si accorcia e i tassi di *default* non paiono in diminuzione, nonostante la recente riforma del diritto fallimentare che consente alle imprese di accedere agevolmente a procedure concorsuali alternative al fallimento in caso di difficoltà anche temporanee.

Più in particolare, si osserva un assottigliamento delle differenze che demarcano ciascun settore. Ad esempio, il settore manifatturiero stesso è variato nel tempo e oggi, a differenza di quello di altre regioni italiane, appare composto prevalentemente da imprese di assemblaggio e componentistica. Sono scomparse le imprese di trasformazione industriale, quelle dotate di grandi impianti, come si può notare dalla scarsa applicazione dei contributi *ex lege* Sabatini⁴. Il settore manifatturiero provinciale, che potremmo chiamare "light", si avvicina pertanto alle caratteristiche del settore terziario, in quanto "leggero" e con minori esigenze di capitale investito.

Anche l'orografia provinciale gioca un ruolo preponderante, infatti molte aziende hanno spostato unità produttive, propri stabilimenti e impianti nelle aree del basso Piemonte (vedi il caso Saiwa, Miralanza ecc), con la possibilità di usufruire di spazi più vasti, pianeggianti e adiacenti alla linea ferroviaria.

L'evasione fiscale risulta contenuta. A parità di volontà ad effettuare operazioni illecite ed elusive, atte a conseguire indebiti risparmi d'imposta, risulta che siano le grandi imprese a riuscire meglio nell'intento, grazie anche alla loro struttura a gruppo e alla possibilità di operare su mercati internazionali.

La bassa incidenza dell'export completa le peculiarità delle aziende genovesi, sebbene il trend di tale indice sia da poco orientato verso un aumento considerevole.

Il numero di imprese che occupano meno di 10 addetti costituisce la maggioranza delle imprese locali e nazionali. Inoltre, all'aumento numerico di tali imprese, corrisponde l'arretramento dei margini di profitto, valore aggiunto e redditività, oltre all'incremento previsto nel tasso di *default* a seguito dell'entrata in vigore dei nuovi parametri di Basilea-2 circa il merito di credito delle PMI. In alcuni settori, quali quello dell'edilizia, l'incremento delle micro-imprese è riconducibile all'elusione delle norme sul lavoro⁵.

Inoltre, nell'ambito territoriale della provincia di Genova si possono riscontrare alcune zone con una certa concentrazione di imprese, senza peraltro rinvenire

⁴Cfr. il rapporto MCC – MET, 2004, p. 58.

⁵Molte aziende preferiscono creare un legame con un sub-fornitore dotato di partita IVA piuttosto che assumere dipendenti.

quei fattori esterni territoriali tipici dei “distretti” o delle “reti produttive”, quali alcuni servizi in comune o altri legami collaborativi⁶.

Per le piccole imprese che “sopravvivono” senza ottenere ampi margini di profitto né riserve di utili da accantonare, risulta pertanto difficile una programmazione che consenta di effettuare studi, ricerche e innovazioni competitive a livello di mercato globale. Secondo un'indagine Istat-Banca d'Italia sull'innovazione nelle imprese italiane, nel periodo 2000-2002, in media solo il 10,9% delle aziende fino a 49 dipendenti ha realizzato innovazione di prodotto e di processo, contro il 42% delle aziende con oltre 250 addetti. Tuttavia, nel periodo 2002-2004, sono quasi un terzo le aziende fino a 49 dipendenti che hanno realizzato innovazione di prodotto e di processo, ma ammontano a oltre il 52% le aziende con oltre 250 addetti che hanno realizzato le stesse innovazioni⁷.

Una politica fiscale poco attenta alle piccole imprese e una modesta diffusione di cultura manageriale completano l'inquadramento generale. La qualità dei manager sembra anche la spiegazione più plausibile al fenomeno che vede una crescente differenziazione di prestazioni economiche tra imprese del medesimo settore. In particolare, dove manca la concorrenza serrata sul mercato del prodotto e quando la proprietà di imprese familiari viene trasmessa ai discendenti piuttosto che passare per il mercato, aumenta la probabilità di trovare manager inefficienti e di scarsa qualità⁸.

In base ai dati raccolti, emerge anche il fatto che molti progetti di crescita vengono abbandonati, come meglio evidenziato nella tabella seguente.

Tabella 1: Fattori che hanno contribuito all'abbandono del progetto di crescita

Motivazioni	% risp. positive
Mancanza di sostegno finanziario	83
Eccessiva onerosità del finanziamento	67
Elevata incertezza sui risultati dell'investimento	67
Difficoltà di reperimento personale qualificato	33
Eccessivi vincoli normativi e burocratici	33
Timore di perdere il controllo	33
(Con possibilità di risposta multipla)	

Fonte: elaborazione dell'autore su dati qualitativi (interviste).

Si aggiunga il fatto che la *ratio* dei contributi europei (programmazione 2007-2013) ha abbandonato la logica territoriale (zone del “mezzogiorno”, Obiettivo 1; zone di “declino industriale”, Obiettivo 2), per premiare l'aspetto della

⁶Cfr. Benevolo e Caselli (2007).

⁷Cfr. ISTAT (2006), p. 3.

⁸Sul fenomeno in esame vedasi anche Bloom e Van Reenen (2007).

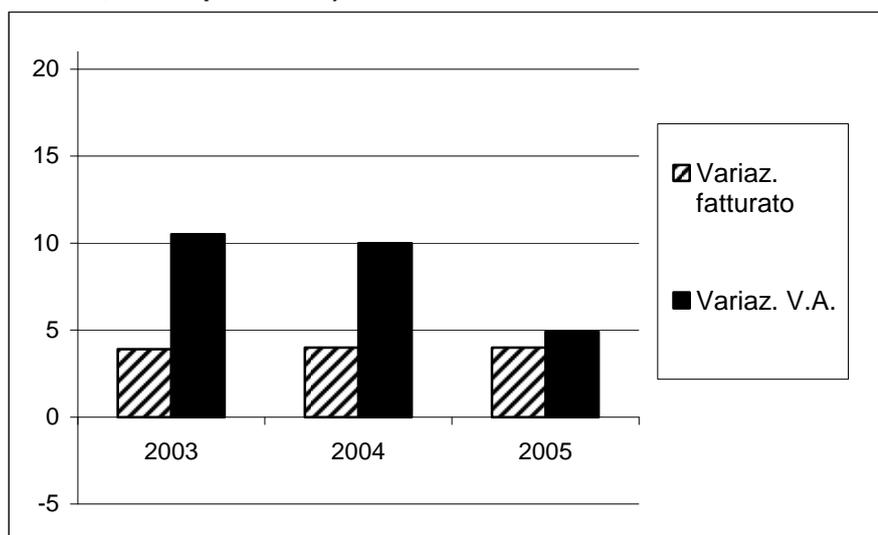
“competitività”, l’innovazione e la tecnologia leggera e pulita. La scomparsa della zonizzazione viene quindi accompagnata ad una concentrazione tematica e relativa riduzione delle tipologie di intervento, la cui identificazione è fortemente rivolta ai temi della ricerca, dell’innovazione e dell’energia.

Per quel che riguarda la regione Liguria, essa viene considerata una delle regioni “*high - techno* in rapida trasformazione”, assieme alle regioni Emilia-Romagna, Friuli-Venezia-Giulia, Lazio, Lombardia, Piemonte e Toscana (Unioncamere, 2006). Tuttavia la provincia è soggetta a spostamenti di insediamenti produttivi, da parte di diverse aziende innovative locali, verso il basso Piemonte o all’estero, inoltre altrettanti imprenditori hanno dovuto rinunciare a propri progetti per mancanza di fondi da investire nel completamento delle proprie ricerche o nella produzione e distribuzione relativa.

3. Le modalità di finanziamento delle PMI provinciali

Dall’analisi dei bilanci delle PMI provinciali e dai colloqui intercorsi con operatori di istituzioni bancarie, associazioni di categoria e consorzi fidi, si osserva innanzitutto che gli indicatori di sviluppo delle piccole e medie imprese (quali la variazione del fatturato e la variazione del valore aggiunto) presentano la situazione risultante dal seguente grafico.

Grafico 1: Indici di sviluppo delle piccole e medie imprese liguri (2003-2005, valori percentuali, medie ponderate)



Fonte: elaborazione dell'autore su dati Centrale dei bilanci, Cerved e Banca d'Italia.

Dai dati raccolti emerge che nell'ultimo triennio esaminato la dinamica del fatturato regionale è rimasta costante. Qualora fossero considerate anche le

grandi imprese, invece, il medesimo dato presenterebbe una graduale accelerazione (dal 3,9 per cento del 2003 fino al 13,3 per cento del 2005), ma il dato complessivo risulterebbe influenzato dalla presenza di alcune grandi imprese operanti nei settori dei trasporti e dell'energia, la cui attività si svolge in gran parte al di fuori della regione.

Il valore aggiunto presenta un vistoso rallentamento, connesso, fra l'altro, all'incremento dei prezzi delle materie prime, con la conseguenza di innalzare i costi di produzione della generalità delle imprese. L'ampliamento del fatturato di alcune di esse non si è, quindi, riflesso sul valore aggiunto.

Quanto agli indici di redditività⁹, è risultato che l'indice MOL/attivo si mantiene stabile attorno al 7%; il ROA, invece, risulta in fase di leggero arretramento; pur attestandosi attorno al 5,3%, nel corso dell'anno 2005 si è invertita la tendenza che vedeva le PMI ottenere una redditività superiore a quella delle grandi imprese. Quest'ultime, infatti, hanno conseguito un ROA medio pari al 6,3%, a differenza di valori più bassi negli anni passati. Per le aziende di grande dimensione tali risultati favorevoli sono derivati dalla dinamica moderata mantenuta dal costo del lavoro, in quanto la sua incidenza sul valore aggiunto, pari al 63,1 per cento nel 1997, è progressivamente diminuita fino al 50,4 per cento del 2005¹⁰. Quanto all'indice ROE, è stato osservato che a fronte di un dato medio pari al 15% nel 2004, si è scesi al valore di 11,7% nell'anno seguente.

Inoltre, gli indicatori della struttura finanziaria delle imprese in esame mostrano che le piccole e medie imprese locali, al fine di finanziare i propri investimenti, preferiscono indebitarsi piuttosto che ricorrere al capitale proprio, contrariamente alla *pecking order theory* (POT), per la quale ci aspetteremmo di trovare una generale preferenza per il meno costoso autofinanziamento¹¹. Il *leverage* (rapporto fra i debiti finanziari e la somma di questi ultimi e del patrimonio netto) diminuisce progressivamente dal 55 per cento nel 2002 al 43,8 per cento nel 2005 soltanto per le imprese di dimensione maggiore¹².

Ciò comporta il rischio di un eccessivo indebitamento, poiché in fasi di rialzo dei tassi e contestuali crisi congiunturali, come la situazione attuale, l'eccessivo indebitamento può determinare perdite in bilancio a causa della leva finanziaria

⁹Il Margine Operativo Lordo (MOL) è dato dalla differenza tra il valore aggiunto e il costo del lavoro. Il Return on Assets (ROA) è definito dal rapporto tra l'utile corrente ante oneri finanziari e il totale dell'attivo. Il Return On Equity (ROE) è definito dal rapporto tra il risultato netto di esercizio e i mezzi propri.

¹⁰Cfr. Banca d'Italia (2007), p. 24.

¹¹Cfr. Myers (1984); Myers e Majluf (1984); Brighi e Torluccio (2007). L'analisi tradizionale sulla diversificazione delle fonti di finanziamento delle imprese di basa sulla cosiddetta *trade-off theory* (TOT). In base a questa teoria esiste un rapporto ottimale di indebitamento determinato dal *trade-off* tra i costi e i benefici del debito. I benefici derivano dalla deducibilità fiscale degli interessi passivi. I costi si riferiscono alla possibilità di bancarotta, legata al rischio di fallimento dell'impresa. Le imprese più rischiose sono, generalmente, quelle ad alta potenzialità di crescita e le piccole e medie imprese, le quali tendono ad avere un livello di indebitamento più basso rispetto alle altre imprese.

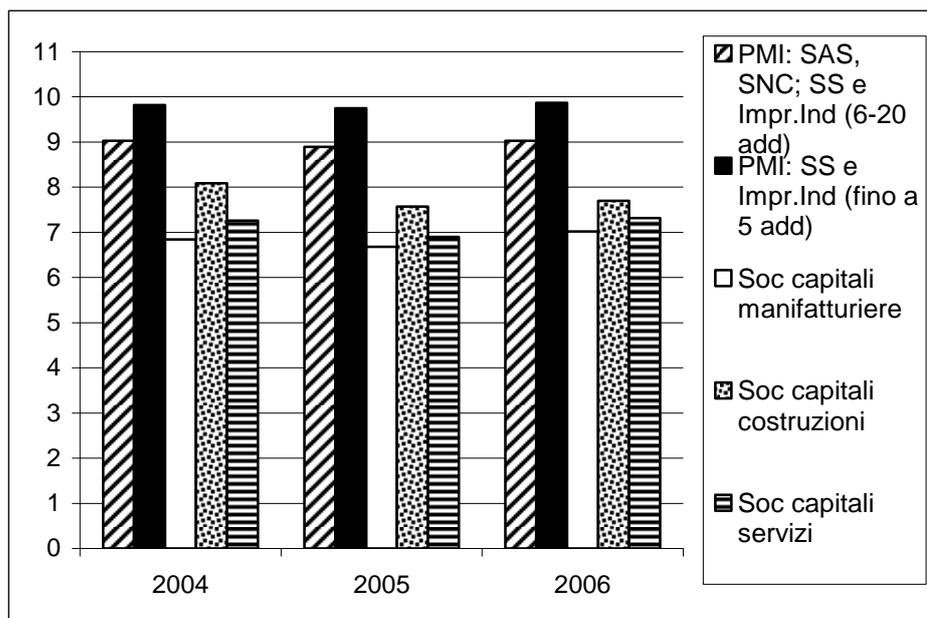
¹²Cfr. Banca d'Italia (2007), p. 25.

negativa. In definitiva, risultati economici negativi sono spesso determinati da errori nella gestione finanziaria piuttosto che da scelte sbagliate della gestione produttiva.

Si evidenzia anche il fatto che queste PMI ricorrono in maniera impropria al credito a breve termine, a causa dalla scarsa forza contrattuale degli imprenditori nei confronti dei propri clienti, ma anche a causa della mancata e accurata gestione del capitale circolante netto: il “matching delle scadenze”¹³ risulta spesso trascurato, con la conseguenza che gli incassi dai clienti avvengono a distanza di alcuni mesi di ritardo rispetto ai pagamenti dovuti dall'azienda nei confronti dei propri fornitori e l'incidenza degli oneri finanziari sul MOL risulta pari al 12,9 per cento, a fronte del 3,6 per cento delle imprese più grandi¹⁴.

Il costo del denaro preso a prestito viene illustrato dal grafico seguente.

Grafico 2: Tassi di interesse bancari sui prestiti a breve termine, per tipo di impresa e settore di attività economica. (2004-2006, valori percentuali).



Fonte: elaborazione dell'autore su dati Banca d'Italia.

Dai dati raccolti possiamo rinvenire tassi che oltrepassano la soglia del 6-8% e clausole di finanziamento obsolete che non vengono rinegoziate. L'eccessiva

¹³Sincronizzazione tra le scadenze dei crediti a breve termine e quelle dei debiti a breve termine, verso fornitori. Sull'equilibrio finanziario si veda anche Caselli, Gatti, 2006, p. 268 ss.

¹⁴Circa il costo del denaro troppo elevato per le per le Pmi si veda Banca d'Italia (2007), p. 26; l'intervista all'A.d. di Rete Fidi Liguria; Ricciardi (2005).

dipendenza dalle banche e dai finanziamenti a breve comporta il rischio di revoca del finanziamento, il rischio di variazione tassi e un costo del denaro più elevato.

In diversi altri Paesi europei, la gestione finanziaria delle aziende risulta più efficiente, poiché queste ultime ricorrono meno alle banche e più ai mercati finanziari (per esempio, il rapporto emissione di obbligazioni su debiti finanziari in Gran Bretagna ammonta al 25%, in Francia al 21%, in Italia al 6%) (Ricciardi, 2005). Inoltre le aziende europee ricorrono più consistentemente a finanziamenti a medio/lungo termine (Germania 66%; Francia 58,3%; Italia 35,3%).

I frequenti sconfinamenti nei fidi e l'ampio ricorso a garanzie personali, quali le fideiussioni, costituiscono il completamento del quadro economico-finanziario delle aziende locali¹⁵.

Dal punto di vista delle banche, esse prediligono il finanziamento di progetti certi, conosciuti e di routine, oltre che di breve termine, in modo da minimizzare il rischio per la propria istituzione. Le banche stesse effettuano politiche di marketing e, paradossalmente, l'esiguo numero di imprenditori che riesce ad ottenere ampi margini di profitto, si scontra con la serrata concorrenza di offerta di finanziamenti a basso costo del denaro e con poche garanzie richieste.

4. Alcune soluzioni possibili

Considerati gli aspetti peculiari del tessuto imprenditoriale locale, gli interventi suggeribili e politicamente corretti attengono sostanzialmente ai seguenti aspetti:

1. Sostegno e mantenimento conservativo della gran parte di imprese poco dinamiche, che sono la maggioranza, sia in termini assoluti numerici, sia dal punto di vista occupazionale. In questo caso, la capacità delle banche locali - e delle istituzioni finanziarie in generale - di coadiuvare gli imprenditori nell'arricchimento della cultura finanziaria d'azienda, nonché l'effettiva applicazione graduale dei parametri suggeriti o imposti da Basilea-2, potranno sicuramente ristabilire quel minimo rigore necessario nella gestione della liquidità e dei finanziamenti.
2. Tuttavia, poiché generalmente il sistema bancario tende a finanziare quelle aziende che hanno una solida storia imprenditoriale alle spalle e il sistema politico tradizionalmente premia ed è più attento ai settori *labour intensive*, le istituzioni politiche locali potrebbero far emergere, mediante interventi selettivi *ad hoc*, le potenzialità di ciascun settore, sostenendo e valorizzando soprattutto le aziende che programmano di investire in tecnologia pulita, leggera e che non richiedono vasti spazi né immobilizzazioni (capannoni).

Ci si dovrebbe anche spingere alla ricerca dei fattori localizzativi e attrattivi, nel marketing territoriale e nella comunicazione all'esterno di tali risultati, in modo da creare l'effetto volano che attualmente si può osservare soltanto nel settore della nautica da diporto (costruzione di moli e posti barca e indotto a seguito

¹⁵Cfr. Bollettino Statistico Banca d'Italia, IV-2006, p. 116 ss.

degli investimenti e dei notevoli ampi margini di profitto delle aziende del settore).

Di seguito vengono, inoltre, analizzate più specificamente alcune modalità e strumenti finanziari innovativi, che si auspica possano esser applicati al contesto dell'economia genovese.

4.1. Aiuti pubblici

Anche se spetta principalmente al mercato fornire sufficiente capitale di rischio alle imprese, si è osservato che sul mercato dei capitali esiste una carenza di capitale proprio: uno squilibrio persistente che impedisce all'offerta di incontrare la domanda ad un prezzo accettabile per ambo le parti, il che incide negativamente sulle PMI. Questa carenza riguarda soprattutto le imprese ad elevata tecnologia e principalmente le nuove imprese con alto potenziale di crescita. In realtà ci sono effetti negativi anche per una gamma più vasta di imprese di epoche e di settori diversi, con un potenziale di crescita più ridotto, che non riescono a trovare finanziamenti per i loro progetti di espansione senza capitale di rischio esterno. Detta carenza di capitale proprio può esser arginata dalla concessione di aiuti pubblici in ipotesi ben delimitate. Se correttamente mirati, gli aiuti di Stato a sostegno della fornitura di capitale di rischio possono costituire un mezzo efficace per ovviare a disfunzioni identificate del mercato e per incoraggiare il capitale privato.

A tal proposito sono stati recentemente redatti gli orientamenti della CE, i quali precisano le condizioni alle quali detti aiuti a sostegno degli investimenti in capitale di rischio possano essere considerati compatibili con il mercato comune¹⁶. In breve, si ricorda che gli obiettivi perseguiti sono sintetizzati nell'espressione *less and better targeted state aid*: in particolare, si tratta di giungere a una progressiva riduzione dell'ammontare complessivo degli aiuti pubblici alle imprese e al tempo stesso di riorientarli, privilegiando gli obiettivi orizzontali rispetto agli obiettivi settoriali; ciò in quanto i sistemi di finanziamento, in Europa, sono generalmente basati sul prestito, e quindi sul capitale di debito, e non abbastanza sul capitale di rischio. Ciò rende estremamente ardua la creazione di PMI, poiché esse non possono sostenere le spese delle garanzie richieste dai tradizionali istituti di credito¹⁷. La Commissione esclude espressamente che gli orientamenti possano essere applicati alle imprese rientranti nell'ambito di applicazione degli orientamenti sugli aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione di imprese in difficoltà, nonché alle imprese dei settori della costruzione navale, del carbone e dell'acciaio. E' inoltre escluso che

¹⁶A norma dell'articolo 87, paragrafo 1, del trattato CE, nonché i criteri che la Commissione applicherà nell'analisi della compatibilità delle misure a favore del capitale di rischio, ai sensi dell'articolo 87, paragrafo 3, del trattato CE.

¹⁷Cfr. "Affrontare la sfida. La strategia di Lisbona per la crescita e l'occupazione" (cosiddetta relazione Kok), http://europa.eu.int/comm/lisbon_strategy/index_en.html.

gli orientamenti si applichino agli aiuti “a favore di attività connesse all'esportazione” e agli aiuti subordinati all'impiego preferenziale di prodotti interni rispetto ai prodotti di importazione.

Viceversa, viene privilegiato il capitale di rischio inteso come “il finanziamento *equity* e quasi-*equity* ad imprese nelle fasi iniziali della loro crescita (fasi *seed*, *start-up* e di espansione)”¹⁸.

Infine, occorre considerare il fatto che il 15 dicembre 2006 la Commissione europea ha adottato il nuovo regolamento relativo all'applicazione degli articoli 87 e 88 del Trattato CE agli aiuti di Stato di importanza minore (cosiddetti *de minimis*). Gli aiuti di importanza minore sono quegli aiuti di Stato per i quali, a causa della loro ridotta entità, viene operata la presunzione che non vi sia un'incidenza significativa sulla concorrenza e sugli scambi. Il nuovo regolamento, che è entrato in vigore il 1° gennaio 2007, si applica fino al 31 dicembre 2013. Esso si applica agli aiuti concessi alle imprese di tutti i comparti economici, ad eccezione degli aiuti ai settori della produzione agricola primaria, della pesca e dell'acquacoltura, in considerazione della normativa specifica vigente in tali settori e del rischio che in essi, anche per aiuti di importo limitato, possano ricorrere le condizioni dell'articolo 87, paragrafo 1, del Trattato CE¹⁹.

¹⁸Esso comprende anzitutto le quote di partecipazione nell'impresa sia in forma azionaria che in forma di quote emesse per gli investitori (capitale proprio o *equity*). In secondo luogo, sono inclusi gli strumenti di investimento quasi-*equity*, definiti come quelli il cui rendimento si basa principalmente sui profitti o sulle perdite dell'impresa destinataria e che non sono garantiti in caso di cattivo andamento dell'impresa. La Commissione europea sottolinea che, nell'applicazione pratica di tale criterio, verrà privilegiato un approccio sostanziale, incentrato sulla natura economica dello strumento. Sono espressamente inclusi gli “investimenti informali effettuati dai *business angels*”. Questi ultimi sono soggetti privati che investono direttamente in imprese nuove e in espansione non quotate in borsa e forniscono la loro assistenza, di norma in cambio di una quota di partecipazione nel capitale dell'impresa.

A seconda della fase di sviluppo iniziale dell'impresa a cui sono riferiti, i finanziamenti tramite capitale di rischio sono distinti in tre categorie:

- a) il finanziamento della fase di studio, valutazione e sviluppo dell'idea imprenditoriale che precede la fase di avvio (*seed capital*);
- b) il finanziamento concesso alle imprese che non hanno ancora venduto il proprio prodotto o servizio a livello commerciale, e non stanno ancora generando profitto, per lo sviluppo del prodotto e la commercializzazione iniziale (*start-up capital*);
- c) il finanziamento concesso per la crescita e l'espansione della società allo scopo di aumentare la capacità produttiva, favorire lo sviluppo di un mercato o di un prodotto o fornire capitale circolante aggiuntivo, a prescindere dalla circostanza che la società produca o meno utili o un bilancio in pareggio (*expansion capital*).

Cfr. Orientamenti comunitari sugli aiuti di stato destinati a promuovere gli Investimenti in capitale di rischio nelle piccole e medie imprese (2006/c 194/02), Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, C 194/2 IT, 18.8.2006.

¹⁹Circa i dettagli in merito ai limiti degli importi di aiuti di consistenza minore, alle garanzie richieste e ai relativi criteri di trasparenza e controllo, si rinvia al Regolamento CE n. 1998/2006 della Commissione delle Comunità Europee.

4.2. Il private equity e il venture capital

Si è accennato alle necessità per le imprese genovesi di aumentare il capitale proprio, diversificare le fonti di finanziamento, sostituire i debiti a breve con debiti a media-lunga scadenza e aumentare la forza contrattuale nei confronti delle banche e prevenire i rischi di Basilea-2. Quanto alla capitalizzazione, si osserva innanzitutto che solo con maggior apporto di capitale proprio è possibile realizzare investimenti in innovazioni, sostenere strategie di internazionalizzazione, modificare processi organizzativi. Inoltre un'azienda adeguatamente patrimonializzata attrae capitali, dispone di un *rating* migliore e ottiene finanziamenti a tassi meno onerosi. Una modalità adatta ad aumentare il capitale proprio è costituita dai cosiddetti fondi chiusi²⁰, per Pmi che abbiano un interessante progetto industriale e con potenziali di crescita. In generale questo tipo di operazioni vengono definite di *private equity*.

Con il termine *private equity* si intende l'acquisizione di partecipazioni significative in imprese in un'ottica di medio-lungo termine, con il conseguente obiettivo di sviluppo finalizzato al raggiungimento di una plusvalenza sulla vendita delle azioni²¹. In Italia l'AIFI ha definito l'attività di *private equity* come l'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto dell'investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio-lungo termine.

Il *venture capital* non costituisce un'attività diversa e distinta dal *private equity*, bensì un particolare momento del *private equity*, volto al finanziamento dell'impresa nelle prime fasi del suo ciclo di vita. L'attività di *venture capital* si concentra, quindi, in investimenti nelle prime fasi del ciclo imprenditoriale particolarmente delicate e avventurose (da qui la definizione di capitale di ventura).

Le operazioni di *private equity* hanno come obiettivo prioritario quello di sostenere lo sviluppo dell'impresa mediante il rafforzamento del capitale, il sostegno di progetti industriali, la sostituzione di soci, soluzioni al problema del passaggio generazionale, creazione di filiere e sinergie con altre imprese (network) e aiuto all'internazionalizzazione²².

Generalmente realizzano operazioni di *private equity* soggetti sia privati che pubblici, come:

- fondi chiusi (promossi da banche ma anche da società private);

²⁰Attualmente in Italia operano un centinaio di fondi, di cui 80 sono associati all'AIFI (Associazione Italiana del *private equity* e del *venture capital*) e dispongono di 4,5 miliardi di euro da investire. Cfr. www.aifi.it.

²¹Cfr. Gervasoni e Sattin (2004), p. 16.

²²Non è invece corretto considerare le operazioni di *private equity* operazioni di finanziamento alternative a quelle bancarie, né operazioni volte a comprare le aziende, né operazioni che tendono a scalare società per impadronirsene o operazioni speculative volte al guadagno di breve periodo.

- società finanziarie di partecipazioni;
- società pubbliche di partecipazioni;
- finanziarie regionali.

In Italia operano più di una ventina di fondi *private equity* specializzati in PMI²³, i quali si adoperano al fine di concretizzare alleanze tra fondo e impresa, generalmente tramite l'acquisizione da parte dei fondi stessi di una partecipazione di minoranza nelle imprese.

I fondi, pertanto, diventano soci di minoranza, soci pazienti il cui unico obiettivo è quello di lavorare insieme all'imprenditore, con discrezione, al fine di vedere crescere l'impresa, e quindi il valore della partecipazione, da rivendere in 3-5 anni allo stesso imprenditore (guadagnando sulla plusvalenza).

I vantaggi apportati all'azienda dall'ingresso di un fondo come socio sono conseguenza dei capitali e delle competenze messi a disposizione, poiché:

- si realizzano e si concretizzano le iniziative di sviluppo progettate insieme (quali acquisire nuove aziende, delocalizzare, incrementare la quota export);
- viene migliorata l'immagine dell'azienda, aumenta la reputazione e si accresce il potere contrattuale nei confronti delle banche e dei fornitori;
- si facilita l'attrazione di manager esperti e capaci;
- si creano, grazie ai rapporti e alle conoscenze dei fondi, sinergie con altre imprese per sviluppare possibili partnership;
- si accompagna, senza traumi, il passaggio generazionale.

Ovviamente possono sorgere anche inconvenienti nell'avere come socio un fondo *private equity*, un estraneo nella compagine sociale, con tempi di permanenza da definire, può far pensare a una certa estraneità alle dinamiche aziendali, a una maggior richiesta di informazioni, a preoccupazioni sulla perdita del controllo della società, ecc...

Il problema maggiore potrebbe riguardare un fondo *private equity* che imponga una cultura aziendale in tempi non adeguati all'organizzazione dell'azienda, ma anche il dover reperire le risorse per permettere l'uscita del fondo. Occorrerà, pertanto, privilegiare fondi che prediligono partnership produttive, piuttosto che finanziarie e la possibilità che essi diano all'investimento una scadenza di medio/lungo periodo (tra i 5 e i 10 anni).

Circa la scelta dell'investitore da parte dell'impresa, osserviamo che il panorama degli investitori istituzionali nel capitale di rischio è oggi molto più completo e articolato che in passato. Inoltre, il ruolo degli investitori non è limitato al semplice apporto di capitali freschi verso l'azienda, ma consiste in un contributo strategico-organizzativo, fornito grazie ai diversi contatti con il mondo dell'economia a livello internazionale. In particolare, il valore aggiunto di un intervento di un investitore istituzionale, oltre all'apporto di capitale di rischio, che comunque costituisce la motivazione privilegiata, si concretizza in:

- supporto strategico, direzionale e finanziario, soprattutto per scelte strategiche d'investimento;

²³Tra i quali si segnalano un fondo promosso dall'Associazione Federmacchine, due fondi specializzati nel *made in Italy* e dieci fondi specializzati in determinate aree territoriali (prevalentemente aree distrettuali). Cfr. Ricciardi (2005).

- riorganizzazione delle risorse umane, grazie all'apporto di competenze manageriali altrimenti non accessibili all'imprenditore;
- pianificazione fiscale;
- apporto di management e modificazione dei membri del consiglio di amministrazione, in particolare per le imprese a conduzione familiare, che hanno in questo modo possibilità di creare nuovi contatti esterni anche con imprenditori o dirigenti dello stesso o altri settori
- creazione di network (acquisizioni, accordi, contatti internazionali)
- miglioramento dell'immagine nei confronti del mercato e delle banche, grazie all'ingresso del partner finanziario che assicura la validità dell'impresa e dei suoi programmi
- miglioramento dei sistemi di controllo di gestione
- trasparenza e contributo alla netta distinzione tra interessi personali / familiari e aziendali²⁴.

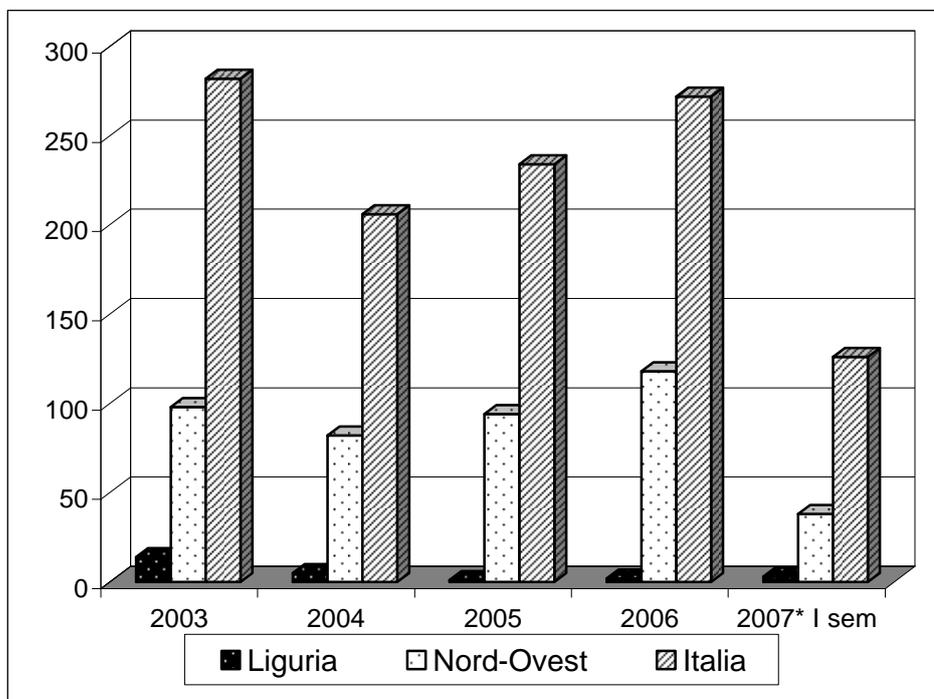
Il seguente grafico mostra le operazioni di *private equity* che negli ultimi anni sono state portate a termine in Liguria, nel settore Nord-Ovest e in Italia.

Da esso si evince chiaramente che, a livello locale, il *private equity* è del tutto sconosciuto e inapplicato²⁵. Si ritiene che esso, adeguatamente promosso e utilizzato, potrebbe quasi certamente ottenere ampi margini di successo, soprattutto perché gran parte delle aziende locali risultano essere di piccola dimensione ed a conduzione familiare. Gran parte degli studi recenti sull'uso del *private equity* nelle PMI conferma, infatti, che un fondo che detenga una partecipazione minoritaria in una piccola impresa, per un periodo di circa tre anni, determina un miglioramento in termini di performance reddituali e reputazionali (maggior fatturato, ma anche miglior IRR e Ebitda) (Caselli, 2007; Gervasoni, 2007).

²⁴Cfr. Gervasoni e Sattin (2004), p. 96 ss.

²⁵Tra le operazioni portate a termine recentemente nel comparto territoriale del capoluogo ligure, si richiamano i successi compiuti da Sanpaolo IMI Fondi Chiusi S.G.R. s.p.a., il Fondo Nord-Ovest Impresa, società controllata da Sanpaolo IMI Private Equity s.p.a. che è diventata un fondo multiregionale operante esclusivamente con focalizzazione geografica in Liguria, Lombardia, Piemonte e Valle D'Aosta, con la logica di investire in società di medie dimensioni con importanti progetti di sviluppo. Le recenti operazioni nella provincia di Genova hanno coinvolto società operanti nel settore dell'elettronica (quali Polycontrol s.r.l., RGM s.p.a., ecc.).

Grafico 3: Il mercato italiano del *private equity* e *venture capital*. Distribuzione del numero di investimenti realizzati in Liguria, Nord-Ovest e Italia (2003-2007, v.a.).



Fonte: elaborazione dell'autore su dati AIFI.

4.3. Gli strumenti della riforma del diritto societario

Anche la recente riforma del diritto societario costituisce un elemento di innovazione e di aiuto alla struttura patrimoniale e finanziaria delle PMI locali. Infatti, con essa è stata resa più agevole l'emissione di obbligazioni²⁶. In particolare, anche le S.r.l. hanno la facoltà di emettere obbligazioni, senza alcun limite quantitativo, sebbene tali titoli possano essere sottoscritti soltanto da investitori professionali che rispondano della solvibilità dell'emittente.

Si noti tuttavia che per rendere concreta l'emissione di obbligazioni sia da parte di S.p.a. che di S.r.l. è necessario creare un portafoglio di obbligazioni da collocare presso investitori istituzionali, magari in collaborazione con i Consorzi

²⁶Per l'emissione di obbligazioni non è necessario il ricorso all'assemblea (è sufficiente la delibera del CdA); l'importo delle obbligazioni può essere superiore al doppio del capitale sociale più le riserve legali e tutte quelle disponibili; si possono emettere obbligazioni subordinate e a rendimento variabile: il rimborso e il pagamento è subordinato agli altrui creditori e il pagamento degli interessi varia al variare del risultato economico della società.

fidi (Confidi) e le Associazioni industriali, poiché un'impresa, da sola, difficilmente è in grado di realizzare l'emissione.

Infine, si deve rilevare che la riforma del diritto societario racchiude in sé un elemento di ostacolo alla crescita dimensionale delle PMI, poiché allarga la possibilità di costituzione di società unipersonali, permettendo così la formazione di architetture di gruppi formati da nano-impresе, con evidenti risvolti negativi quanto a capitalizzazione e responsabilità.

4.4. Gli strumenti finanziari partecipativi

Gli strumenti finanziari partecipativi sono strumenti misti che assimilano le caratteristiche delle azioni a quelle delle obbligazioni e, 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 per alcune categorie di azioni, i suddetti strumenti danno diritto di partecipare, senza diritto di voto, all'assemblea, di nominare un membro del CdA e del Collegio sindacale, di impugnare le delibere.

Quanto alla convenienza per i sottoscrittori e per le aziende emittenti, si osserva che per i sottoscrittori è concessa la partecipazione ai risultati economici dell'azienda, anche mediante conferimenti di opera e servizi, mentre per l'azienda viene ampliata la gamma di fonti di finanziamento e si dispone di debiti i cui interessi sono pagati in funzione degli utili conseguiti. Tutto ciò potrebbe costituire una soluzione al problema dell'ingresso nella compagine sociale dell'azienda da parte dei fondi di *private equity*; infatti 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). Si noti che la remunerazione rappresenta un costo e quindi costituisce un elemento deducibile.

I prestiti partecipativi, ad esempio, sono finanziamenti a medio e lungo termine, erogati dalle banche senza garanzie, ma a patto che l'azienda si impegni ad una sua ricapitalizzazione (dal 50 al 100% del finanziamento) mediante apporto dei soci o reinvestimento degli utili (Ricciardi, 2005). Spesso gli interessi sono misti: una parte fissa e l'altra variabile, in funzione dei risultati dell'impresa e il rimborso del capitale compete ai soci che effettuano versamenti periodici in "conto futuro aumento di capitale sociale".

I vantaggi dei prestiti partecipativi consistono nel fatto che, a fronte di uno sforzo finanziario da parte dei soci, si ottengono più finanziamenti senza garanzie, a tassi agevolati e in parte variabili in funzione degli utili; inoltre, con l'aumento del patrimonio, migliora il *rating* (importante ai fini dell'imminente applicazione dei parametri di Basilea 2 e dei conseguenti *spread* relativi ai tassi di interesse passivi che l'azienda dovrà versare).

Un altro strumento è costituito dal portafoglio prestiti garantiti: esso consiste nella creazione, da parte di soggetti finanziatori, di un unico portafoglio crediti di medio termine, costituito da tanti finanziamenti omogenei per durata, finalità e

caratteristiche tecniche. Il portafoglio è garantito da Consorzi fidi (Confidi), che intervengono sul portafoglio e non sul singolo credito. L'operazione è ideale per le aziende di un distretto, in quanto tale conformazione territoriale ed organizzativa renderebbe più facile costruire un portafoglio prestiti omogeneo. Gli effetti di tale pratica sulle banche riguardano il costo di gestione, che si riduce sensibilmente. Invece le aziende ottengono finanziamenti a medio termine, a tassi inferiori alla media di mercato.

4.5. I finanziamenti agevolati e il nuovo ruolo dei Confidi

La finanza agevolata rappresenta un'importante alternativa alle fonti di finanziamento tradizionali. Tuttavia, spesso non è adeguatamente sfruttata, a causa del numero eccessivo di norme di disciplina e di vincoli prescritti per accedervi.

In base ad un recente rapporto del Ministero dello Sviluppo Economico²⁷, le aziende potrebbero beneficiare, a livello nazionale, di circa un centinaio di leggi agevolative e, a livello regionale, di quasi trecento agevolazioni finanziarie (di cui tre quarti al Centro-Nord), senza contare gli ulteriori incentivi previsti dalle regioni che hanno riconosciuto i "distretti". Pare quindi auspicabile l'intervento di un organismo che svolga la funzione di selezionare le opportunità di finanza agevolata più interessanti, predisponendo l'opportuna assistenza nella redazione dei formulari e nella fase di istruttoria delle pratiche. A tal proposito si evidenzia il ruolo dei Consorzi fidi (Confidi). Con il termine Confidi si individuano quegli organismi aventi struttura cooperativa o consortile, che esercitano in forma mutualistica l'attività di garanzia collettiva dei finanziamenti a favore delle imprese socie o consorziate. Il meccanismo funziona generalmente su scala locale: i sistemi associativi di tutti i settori produttivi, le camere di commercio, le province, le regioni e altri enti promuovono la costituzione di una serie di fondi di garanzia per assicurare la copertura parziale o totale di eventuali insolvenze da parte delle imprese socie verso gli istituti di credito convenzionati.

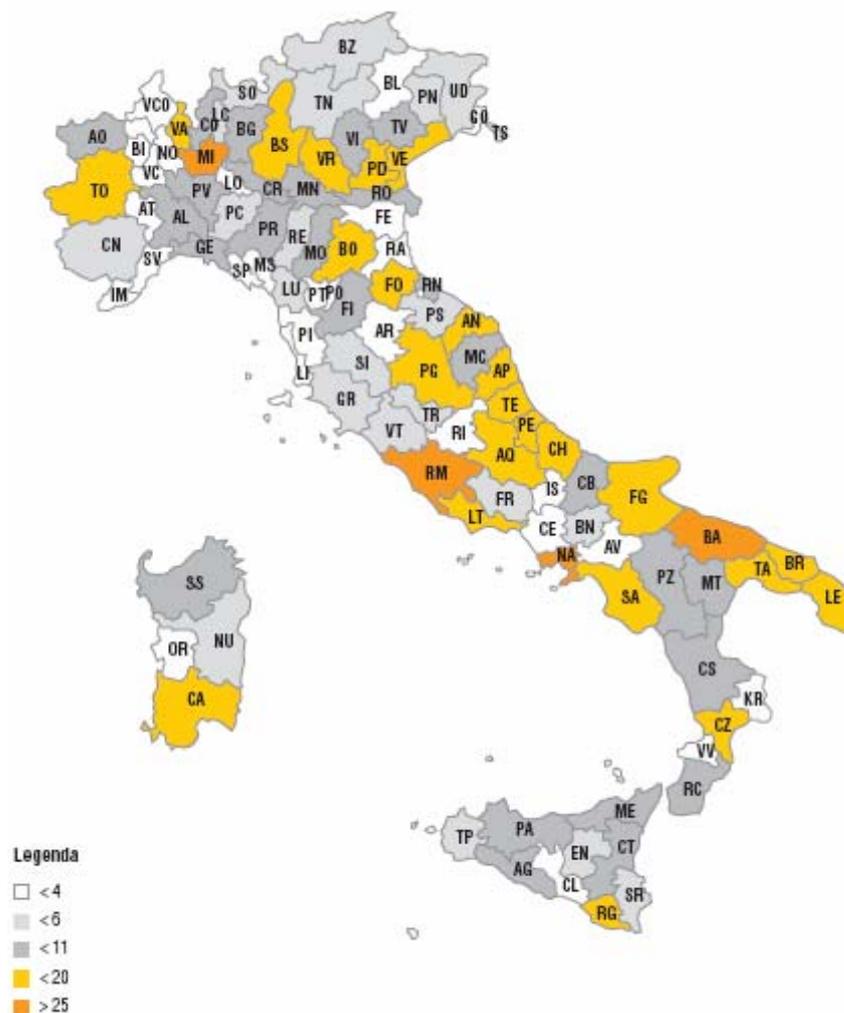
I Confidi hanno quindi due obiettivi prioritari da perseguire: aumentare la dimensione mediante accorpamenti e fusioni, per offrire servizi evoluti a costi competitivi; offrire servizi finanziari in linea con le effettive esigenze delle Pmi. Inoltre, potrebbero erogare un nuovo servizio: l'agevolazione dell'emissione di obbligazioni da parte di Pmi, mediante il rilascio di garanzie, assegnando un *rating* alle aziende emittenti e costruendo un portafoglio di obbligazioni da sottoporre ad uno o più investitori istituzionali. A ciò si aggiunga il fatto che i Confidi potrebbero aiutare le Pmi a trasformare i debiti a breve in finanziamenti a medio e lungo termine, mediante la formazione di portafogli crediti caratterizzati da finanziamenti omogenei per durata e finalità²⁸, col vantaggio di coprire il

²⁷Cfr. Relazione sugli interventi di sostegno alle attività economiche e produttive, Ministero dello Sviluppo Economico, Agosto 2006.

²⁸Iniziativa promossa da Assolombarda.

default medio del portafoglio e non quello della singola impresa (passando quindi dalla garanzia della singola impresa alla garanzia del sistema).

Figura 1: Mappa dei Confidi in Italia su dati provinciali



Fonte: Rapporto UniCredit Banca 2006 sulle Piccole Imprese.

A titolo esemplificativo, in merito ai prodotti proposti dai Confidi si segnala il “prodotto Networking”, lanciato nel 2007 da Unionfidi assieme a Unicredit, rivolto alle PMI dei settori industria, commercio, agro-industria, turistico-alberghiero, artigiano, manifatturiero, commerciale, distributivo e servizi in genere, ubicate nelle Regioni Liguria, Piemonte, Valle d’Aosta, Lombardia e Basilicata. Tra le sue finalità si specifica che gli erogandi finanziamenti sono destinati alla realizzazione di:

- investimenti produttivi e/o di aumento della produttività;
- investimenti rivolti all'innovazione tecnologica e certificazione qualità;
- supporto e ricapitalizzazione aziendale;
- costi per formazione del personale;
- altre destinazioni²⁹.

Un altro esempio di prodotto simile è costituito da “Ad hoc Turismo”, nato dall'accordo fra ABI Associazione Bancaria Italiana, Consorzio Rete Fidi Liguria, Regione Liguria e Filse, per le imprese turistiche liguri che, nel corso del 2007, hanno potuto contare su finanziamenti a condizioni di favore assistiti dalla garanzia del Consorzio Rete Fidi Liguria³⁰.

In merito alla diffusione territoriale dei Consorzi Fidi, si veda la raffigurazione seguente, dove, dalla suddivisione provinciale, si può notare che la provincia di Genova raggruppa il maggior numero di Confidi della regione, pur mantenendosi a livelli significativamente inferiori rispetto alla provincia di Milano, Torino e ad altre regioni italiane.

4.6. I fondi pensione

In futuro, è ipotizzabile il fatto che i principali investitori istituzionali, in base al patrimonio gestito, diventeranno i Fondi pensione. Attualmente, in Italia, operano 628 Fondi pensione con più di 2 milioni di iscritti e risorse gestite pari a 38 miliardi di euro. Le potenzialità di crescita di questi fondi sono esponenziali, se si considera che potrebbero accedere ai loro servizi più di 12 milioni di lavoratori con un patrimonio gestito di 228 miliardi di euro.

Per quanto riguarda gli investimenti dei fondi pensione negoziali, sono privilegiate le obbligazioni (75,7%), mentre le azioni rappresentano soltanto il 24,3%. Di tutto il patrimonio azionario, il 14,4% è investito in Europa, il 6,3 negli Stati Uniti e soltanto il 2% in Italia. La situazione diventa più critica per i fondi pensione aperti. Essi investono di più in azioni (52%), ma orientano il 20% del loro patrimonio verso le azioni degli Stati Uniti, il 17% verso quelle dei Paesi europei, l'8,7% verso azioni di altri Paesi e solo il 6,4% verso azioni di aziende italiane (Ricciardi, 2005.) Ciò induce a considerare che i redditi dei nostri lavoratori sostengono prevalentemente lo sviluppo di imprese straniere. Anche i Fondi pensione territoriali rivolti esclusivamente a lavoratori dipendenti di determinate Regioni (fino ad oggi Valle d'Aosta, Trentino Alto Adige e Veneto) hanno investito il loro patrimonio prevalentemente in titoli emessi da aziende localizzate fuori dall'Italia³¹. Per quanto riguarda la situazione delle piccole e medie imprese, al fine di incentivare i fondi pensione ad investire in PMI italiane,

²⁹Per i dettagli in merito a importo finanziabile, durata pre-ammortamento, costi, garanzie e *rating*, si veda il sito www.unicredit.it e <http://image.unionfidi.com/f/Varie/networkingGEN.pdf>.

³⁰Cfr. Provincia di Genova, sito web, Pro.No. 2006-719/185/3-ECON-MF/mf, 21/09/2006.

³¹Ad esempio, Solidarietà Veneto: 43,9% in azioni di cui 0,8% Italia e 25,7% Stati Uniti.

si potrebbero studiare incentivi fiscali (aliquote più basse in caso di capital gain) e/o strumenti di copertura dei rischi degli investimenti a carico dei Confidi o del Ministero dello Sviluppo Economico.

4.7. Il MAC, il nuovo mercato alternativo dei capitali e le azioni di sviluppo

Il mercato alternativo di capitali (MAC) è un sistema di scambi organizzati del capitale delle piccole e medie imprese, riservato a investitori qualificati. Questo nuovo mercato, operativo dal 2007, prevede quali requisiti delle società emittenti: la messa a disposizione di azioni ordinarie che non siano oggetto di sollecitazione all'investimento o negoziate in altri mercati regolamentati; l'ultimo bilancio societario revisionato da una società di revisione iscritta all'Albo Consob; l'organizzazione di un collocamento istituzionale svolto esclusivamente presso investitori professionali (qualora al capitale sociale non partecipi da almeno dodici mesi un investitore istituzionale o, in alternativa, venti investitori professionali)³². Vi sono precise modalità di esecuzione delle negoziazioni³³, obblighi di informazione periodica e l'obbligo di mantenere un rapporto con uno "sponsor"³⁴ per un periodo non inferiore a tre anni e a mantenere, senza soluzione di continuità, un rapporto con uno "specialista"³⁵.

³²Circa la procedura di ammissione, trattandosi di un sistema di scambi organizzati riservato a investitori professionali, non è necessaria la pubblicazione di un prospetto informativo e la procedura di ammissione è veloce e semplice: l'esame di Borsa Italiana si esaurisce nella verifica della completezza e correttezza della domanda di ammissione. L'ammissione o il rigetto della domanda viene deliberato da Borsa Italiana entro dieci giorni dalla presentazione della domanda completa e la decisione di rigetto dev'essere motivata. Cfr. <http://www.borsaitaliana.it/> e <http://www.mercatoalternativocapitale.it>.

³³In breve, il lotto minimo previsto per le negoziazioni sul MAC è pari ad un numero di azioni commisurato al controvalore di euro 50.000; non è consentita la negoziazione di spezzature; è prevista la liquidazione dei contratti di compravendita presso Monte Titoli. Le negoziazioni si articolano in due sessioni. La sessione d'asta in cui le negoziazioni avvengono mediante le modalità dell'asta, con frequenza almeno settimanale, e la sessione "fuori asta" in cui gli specialisti si impegnano su base giornaliera a esporre quotazioni indicative di prezzo. Durante la sessione fuori asta i contratti sono conclusi al di fuori del sistema di negoziazione e si intendono conclusi sul MAC se rispettano, tra gli altri, il requisito del lotto minimo. Borsa Italiana fornisce informativa al pubblico in merito alle condizioni di mercato e alle operazioni effettuate sui singoli strumenti, conformemente alla normativa Consob in materia di trasparenza delle negoziazioni, disciplina che è destinata a essere revisionata a seguito del recepimento della direttiva Mifid. Sono infine stati previsti a carico di partecipanti e emittenti obblighi di comunicazione a Borsa Italiana delle operazioni eseguite fuori mercato.

³⁴Lo sponsor è il soggetto incaricato dall'emittente con funzione di assistenza nella fase di ammissione - in particolare nella predisposizione della domanda e della scheda informativa. Successivamente all'ammissione lo sponsor assiste la società

A differenza dei tradizionali segmenti della Borsa italiana, il sistema che caratterizza il MAC si basa prevalentemente sull'attività delle banche locali, le quali mettono in campo la propria reputazione nel presentare le PMI della propria provincia. Tali imprese possono quindi essere accompagnate sul mercato e assistite senza che le procedure gravino troppo sugli imprenditori, oltre ad essere esonerate dalla presentazione di un vero e proprio *business plan* e dal dover effettuare modifiche sostanziali alla *governance* aziendale (circa i membri del C.d.A. indipendenti ecc)³⁶.

Un'altra possibilità messa a punto da Borsa Italiana, con l'intento di spingere le PMI ad affrontare la borsa, è costituita dalle "azioni di sviluppo", un ibrido tra i titoli ordinari e quelli di risparmio. Esse possono essere emesse solo da società la cui maggioranza è in mano a una persona fisica o più persone fisiche legate da un rapporto di parentela e le caratteristiche sono la rinuncia al diritto di voto in cambio di un dividendo maggiore, ma con rilevanti eccezioni: è, infatti, permesso il voto in caso di OPA e le medesime azioni si trasformano in ordinarie qualora l'imprenditore perda il controllo dell'azienda.

In questa maniera l'azionista mantiene la possibilità di votare e quindi di partecipare alle decisioni future dell'impresa allorquando viene meno il "patto" con l'imprenditore che controlla l'azienda.

5. Conclusioni

La dimensione delle imprese pare la causa dell'arretratezza del sistema industriale locale, oltre che italiano. A differenza delle grandi imprese, le Pmi non dispongono e non conoscono adeguati strumenti di finanziamento, sono meno abili nel penetrare nei mercati internazionali e nello sviluppare innovazione tecnologica. Tuttavia il sistema economico locale -come quello del Paese- si fonda sulle Pmi e molte di queste non paiono intenzionate ad aumentare le loro dimensioni, sia per mancanza di risorse finanziarie, sia per difficoltà nel passaggio generazionale, ma anche per la bassa propensione al rischio dei loro azionisti e per una diffusa consapevolezza di non disporre di competenze adeguate. A ciò si aggiunga il fatto che molti imprenditori considerano la piccola

nell'adempimento degli obblighi informativi previsti dal regolamento. Lo sponsor deve essere iscritto nell'apposito elenco tenuto dalla Società di Promozione del MAC.

³⁵Lo specialista è un soggetto tenuto ad assicurare in via continuativa durante la fase d'asta la liquidità. Durante la sessione fuori asta fornisce indicazioni di prezzo non significative. Lo specialista è, infine, tenuto a produrre almeno due *report* all'anno concernenti l'emittente e a organizzare almeno una volta l'anno un incontro tra il management dell'emittente e gli investitori professionali.

³⁶Le recenti ammissioni alle negoziazioni sul MAC si riferiscono società manifatturiere del settore tessile, quali la Tessitura Pontelambro s.p.a., di Erba (CO) e la Raffaele Caruso s.p.a. di Soragna (PR), PMI con capitale sociale di circa due milioni di euro, fatturato tra i 13 e i 45 milioni di euro, utile di circa un milione e mezzo di euro.

dimensione aziendale un “punto di forza” e che le uniche vie ammesse per la crescita contemplano la costituzione di consorzi o altre forme di alleanza temporanea con altre imprese, ma restano rivolte a mantenere l'autonomia e il controllo dell'azienda³⁷. Non è, invece (e sorprendentemente), esclusa la partecipazione di banche al capitale delle aziende³⁸.

Peraltro, alcune correnti di economisti sostengono la necessità di un tessuto economico fondato su società con “active investors” o cooperative³⁹, in cui i lavoratori sono anche proprietari e il loro sforzo (*effort*) e rendimento raggiungono livelli ottimali⁴⁰. Un tessuto imprenditoriale caratterizzato da una moltitudine di PMI, similmente al meccanismo cooperativo, non dovrebbe, quindi, destare preoccupazioni, purché vengano agevolate e stipulate aggregazioni di imprese in reti (reti di rapporti, di relazioni personali e commerciali)⁴¹ tali da permettere ai piccoli operatori economici di affiancarsi alle grandi imprese e di avere forza competitiva sul mercato ormai mondiale e globalizzato.

Inoltre, poiché l'economia del nostro Paese è in gran parte fondata sulle PMI, è necessaria una politica che sostenga e rafforzi queste imprese e le aiuti a risolvere due principali criticità: finanza e organizzazione. Infatti, per quanto riguarda il nostro tessuto provinciale, le PMI presentano un'eccessiva dipendenza dalle banche, un ridotto livello di capitalizzazione, una scarsa

³⁷Cfr. il recente *Rapporto nazionale sulle piccole imprese in Italia*, promosso da Rete Impresa e Veneto Banca, realizzato dalla Fondazione Nord Est nel corso dell'anno 2006. In particolare, il 60% degli imprenditori intervistati proviene da una condizione di lavoro subordinato; l'80% preferisce crescere “da solo” o mediante la stipula di un contratto di consorzio; solo il 16% ritiene di dover crescere mediante fusioni o acquisizioni. Infine, il 51% degli imprenditori del Nord Ovest valuta la piccola dimensione aziendale un punto di forza; il 35% di essi la considera un elemento di forza solo se l'impresa è inserita in produzioni “di nicchia” e solo il 15% ritiene la piccola dimensione un fattore di debolezza.

³⁸Cfr. le interviste compiute da Unicredit in tutte le regioni italiane nel corso dell'anno 2006, dalle quali risulta che il 52% dei piccoli imprenditori intervistati ritiene utile che la banca partecipi al capitale di rischio della propria azienda. Cfr. il Rapporto UniCredit Banca sulle Piccole Imprese, 2006.

³⁹Cfr. Jensen (1989) e Sattin (2007), circa l'operato dei manager dei fondi di *private equity*; Zamagni, 2006, circa le società cooperative.

⁴⁰Grazie alla mancanza degli effetti distorsivi tipici delle società capitalistiche, ove comportamenti opportunistici del tipo *free-riding* e *shirking* (letteralmente: l'atto di imboscarsi) raggiungano la soglia al di sopra della quale viene messa a repentaglio la redditività dell'impresa. L'adozione di appositi schemi di incentivo, per i quali i manager cercheranno di estrarre da ciascuno dei partecipanti all'organizzazione d'impresa l'*effort* (sforzo) ottimale, così da raggiungere gli obiettivi prefissati, sono comunque costosi per l'impresa, oltre al fatto che essi tendono sovente a produrre effetti di spiazzamento (*crowding-out*) delle motivazioni intrinseche degli agenti. Ad esempio, se un dipendente è pagato per essere onesto sul lavoro, gli altri non valuteranno più il comportamento onesto come un comportamento morale. E poiché quest'ultimo è associato all'approvazione sociale, ne deriva che pagare per ottenere un comportamento morale produce l'effetto di erodere nel tempo la forza delle motivazioni intrinseche.

⁴¹ Cfr. Unioncamere, Tagliacarne (2007) e il DDL “Industria 2015” del 22-9-2006 sulla nuova politica industriale, recepito nella Legge Finanziaria 2007.

diversificazione delle fonti di finanziamento, una forte incidenza dell'indebitamento a breve termine e altre criticità finanziarie, quali la scarsa attenzione alla gestione della tesoreria, che comporta notevoli costi nei rapporti bancari, la scarsa attenzione alla gestione dei rischi (connessi alla variazione tassi e cambi), un uso improprio di strumenti derivati⁴² e eccessive risorse investite nel controllo di gestione che potrebbe essere affidato in *outsourcing*, liberando così capitali per l'innovazione.

L'inadeguato livello di *equity* ha impedito a molte imprese di realizzare investimenti in innovazioni di prodotto e di attuare strategie di internazionalizzazione, modificare strategie di organizzazione e stipulare accordi con altre aziende, tranne per alcune, cresciute mediante acquisizioni.

La raccolta di *equity* e di finanziamenti può avvenire sia attraverso investitori istituzionali (*private equity*) sia attraverso l'offerta di titoli azionari al pubblico (IPO) o grazie a istituzioni che coadiuvino l'impresa nella predisposizione di un formale *business plan*, documento scarsamente conosciuto a causa della modesta diffusione di cultura manageriale; è anche possibile diversificare le fonti di finanziamento mediante emissione di obbligazioni, strumenti finanziari partecipativi, prestiti partecipativi erogati dalle banche, portafoglio prestiti garantiti, finanza agevolata.

Tuttavia, come riconosciuto nel rapporto finale del *Working Group on Venture Capital* promosso congiuntamente dal Dipartimento al Commercio degli Stati Uniti d'America e dalla Direzione Generale Imprese e Industria della Commissione Europea, i fondi di *venture capital* si stanno concentrando su investimenti finanziari di portata sempre maggiore, trascurando gli investimenti necessari alle fasi iniziali di impresa, percepiti come piccoli e rischiosi⁴³. A fronte della citata situazione, appare utile la costituzione di una partnership pubblico-privato, quale soluzione al "fallimento di mercato" del *private equity* per le piccole imprese, ossia alla mancanza di incontro tra domanda di aiuti (finanziari, strategici, organizzativi) e offerta dei medesimi. Inoltre, l'intervento dovrebbe prevedere la compartecipazione di tutti gli attori dello sviluppo: gli enti pubblici deputati (locali, nazionali, sopranazionali), le associazioni di categoria, le banche, i Confidi e gli investitori di *private equity*.

Circa le IPO in Borsa o sul nuovo mercato alternativo dei capitali (MAC), Borsa Italiana ha stimato che almeno duemila PMI possiedono i requisiti per la quotazione, a fronte delle attuali trecento presenti sul mercato.

Non si può negare, tuttavia, che molte PMI non hanno immediate necessità di crescita. Al fine di mantenere la loro sopravvivenza occorre piuttosto un'organizzazione delle stesse in rete, in modo tale che possano produrre in

⁴²Nel corso dell'anno 2006 sono state 45.000 le imprese italiane che hanno stipulato con le banche dei contratti derivati su tassi di interesse e su quelli di cambio, riportando una perdita complessiva record pari a 3,6 miliardi di euro. Il 41% delle società coinvolte risiede nel Nord Ovest. Cfr. Il Sole 24 Ore del 17.2.2007, Plus (Il Sole 24 Ore) del 24.2.2007 e il Bollettino Statistico Banca d'Italia, IV-2006.

⁴³Cfr. *Department of Commerce of United States – International Trade Association, European Commission – Directorate-General for Enterprise and Industry*, 2005.

filiera, condividere investimenti, ottenere un'adeguata organizzazione produttiva che apporti significativi vantaggi economici e finanziari. Ciò, infatti, riduce il fabbisogno finanziario, determina il frazionamento del rischio degli investimenti tra le imprese partner e delinea una struttura dei costi più flessibile, riducendo il rischio operativo. Non è un caso il fatto che le banche stiano elaborando un "rating di rete", che tiene conto del sistema relazionale. In caso di rete efficiente il rating è positivo e pertanto le aziende sono "meritevoli" di finanziamenti a tassi e spread meno onerosi⁴⁴. Non bisogna, infatti, dimenticare che tra pochi mesi entrerà in vigore il nuovo "accordo di Basilea", il quale richiede, tra l'altro, la predisposizione di informazioni qualitative da incorporare nei rating quantitativi⁴⁵. Esso auspica anche una maggiore collaborazione tra banca ed impresa, mediante lo sviluppo di una politica di *networking* per l'incremento degli scambi informativi e documentali, sebbene si ritiene che non sarà facile conciliare le esigenze di segretezza degli imprenditori circa le proprie strategie e progetti di investimento con la *disclosure* richiesta dalla banca-partner. Il *relationship lending*, ovvero la relazione bancaria continua e ripetuta, costituirebbe tuttavia lo strumento per poter superare i problemi legati alle asimmetrie informative e, di conseguenza, quello del razionamento del credito. Nelle ripetute interazioni impresa-banca, quest'ultima –specie se locale- accumula informazione privata (*soft information*) che riduce l'asimmetria informativa, i costi di screening e quelli di monitoraggio, apportando vantaggi sul controllo del rischio di credito e l'incremento dei capitali garantibili.

Bibliografia⁴⁶

Banca d'Italia (2006), *Bollettino Statistico*, IV.

Banca d'Italia (2007), *L'economia della Liguria nell'anno 2006*.

Barontini R., Caprio L. (2006), "L'effetto del controllo familiare sulla performance delle imprese: una sintesi dell'evidenza empirica internazionale", in *Economia e politica industriale*, n. 2.

⁴⁴Si sta elaborando un progetto in collaborazione con alcune banche per costruire un rating di rete che tenga conto di specifici parametri (relazioni durature e formalizzate, sistemi di pianificazione e controllo, aziende consolidate sul mercato con vocazione all'internazionalizzazione).

⁴⁵Ad esempio, la struttura del settore, il posizionamento nel settore verso i fattori critici di successo e/o di debolezza, l'analisi della vulnerabilità; notizie sulla diversificazione operativa, informazioni societarie sull'assetto proprietario e sul gruppo di appartenenza, fattori comportamentali, rischio, storia della società, dati extra bilancio, indicatori di valore per la diagnosi della sostenibilità della *leadership* di costo, dati sulla qualità del *management*.

⁴⁶Salvo quando diversamente indicato, le citazioni dei lavori in bibliografia in inglese sono tradotte a cura dello scrivente.

- Benevolo C., Caselli L. (2007), *La realtà multiforme delle piccole e medie imprese. Il caso della provincia di Genova*, FrancoAngeli, Milano (in corso di stampa).
- Brighi P., Torluccio G. (2007), *Le fonti di finanziamento e il “relationship lending” nelle PMI in Italia*, in Cafferata R. (a cura di), *Finanza e industria in Italia*, Il Mulino, Bologna.
- Bloom N., Van Reenen J. (2007), “Measuring and Explaining Management Practices Across Firms and Countries” *Quarterly Journal of Economics*, IV.
- Bloom N., Van Reenen J. (2006), “Management practices, work–life balance, and productivity: a review of some recent evidence” *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 22, no. 4, pp. 457-482.
- Caselli S. (2007), *Corporate governance, venture capital e ruolo degli independent director*, Relazione al Convegno annuale Aidea, Milano.
- Caselli S., Gatti S. (2006), *Il corporate lending*, Bancaria Editrice, Roma.
- Cenni S., Salotti V. (2007), *Avere o non avere debiti con le banche? Le PMI manifatturiere italiane e il ricorso al credito bancario*, in Cafferata R. (a cura di), *Finanza e industria in Italia*, Il Mulino, Bologna.
- Comunità Europea (2006a), *Orientamenti comunitari sugli aiuti di stato destinati a promuovere gli investimenti in capitale di rischio nelle piccole e medie imprese (2006/c 194/02)*, Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, C 194/2 IT, 18.8.2006.
- Comunità Europea (2006b), *Regolamento n. 1998 relativo all'applicazione degli articoli 87 e 88 del trattato agli aiuti d'importanza minore («de minimis»)*, Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, L 379/5 IT, del 28.12.2006.
- Corbetta G. (2005), (a cura di), *Capaci di crescere. L'impresa italiana e la sfida della dimensione*, Egea, Milano.
- Corigliano R. (2007), *Banca e impresa in Italia: caratteri evolutivi del “relationship lending”*, in Cafferata R. (a cura di), *Finanza e industria in Italia*, Il Mulino, Bologna.
- De Laurentis G., Caselli S. (2006), *Miti e verità di Basilea 2. Guida alle decisioni*, Egea, Milano.
- Department Of Commerce Of United States – International Trade Association, European Commission – Directorate-General for enterprise and industry, *Working group on venture capital, Final report*, October 2005.
- Fondazione Nord Est (2006), “Un fenomeno di normalità: le piccole e piccolissime imprese del manifatturiero” *Quaderni FNE - Collana Ricerche*, n. 39 – dicembre.
- Gervasoni A. (2007), *L'impatto economico del private equity nel processo di sviluppo delle aziende familiari*, Relazione al convegno annuale Aidea, Milano.
- Gervasoni A., Sattin F.L. (2004), *Private equity e venture capital, Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerini e Associati, Milano.
- Governo italiano (2006), disegno di legge “Industria 2015” sulla nuova politica industriale.
- ISTAT (2006), *L'innovazione nelle imprese italiane, Anni 2002-2004*.
- Jensen M. (1989), “Active investors, LBOs and the privatization of Bankruptcy”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. XXIX, p. 133.

- Massari M. (2007), *Il fabbisogno di "equity" nella media industria*, in Cafferata R. (a cura di), *Finanza e industria in Italia*, Il Mulino, Bologna.
- MCC SpA - Area Servizi per lo Sviluppo, in collaborazione con MET Monitoraggio Economia Territorio Srl (2004), *Gli incentivi industriali regionalizzati*, (a cura di), MCC spa, Roma.
- Myers S.C. (1984), "The Capital Structure Puzzle" *Journal of Finance*, 39, pp. 575-592.
- Myers S.C., Majluf N. (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187-221.
- MSV (Ministero dello Sviluppo Economico) (2006), *Relazione sugli interventi di sostegno alle attività economiche e produttive*.
- Palumbo M., Garbarino E. (2006), *Ricerca sociale: metodo e tecniche*, Franco Angeli, Milano.
- Panunzi F., Favero C.A., Giglio S.W., Honorati M. (2006), "The Performance of Italian Family Firms", *ECGI - Finance Working Paper*, n.127.
- Ricciardi A. (2005), *Le criticità della gestione finanziaria delle Pmi in Italia: il caso dei distretti industriali*, Centro Editoriale e Librario – Università della Calabria, Rende.
- Sattin F.L. (2007), "Chi controlla il controllore?", commento a Barber F., Goold M., "Il segreto strategico del private equity", *Harvard Business Review*, n. 10.
- UniCredit Banca (2006), *Rapporto sulle Piccole Imprese*.
- Unioncamere, *Valutazione strategica della Ricerca e sviluppo tecnologico e innovazione (RSTI) in Italia per il periodo 2007-2013*, da www.unioncamere.eu/images/stories/doc/doc%20news%20Uc%20Bruxelles/intervento%20marangoni.pdf, 2006.
- Unioncamere – Istituto Tagliacarne (2007), *Rapporto 2007 sulle piccole e medie imprese*.
- Zamagni S. (2006), "Responsabilità Sociale delle Imprese e Democratic Stakeholding", *Working Paper*, AICCON, Bologna.

Giovanni Lombardo

Dottorando di ricerca in Economia applicata e metodologie quantitative
DIEM - Dipartimento di Economia applicata e metodi quantitativi
Facoltà di Economia, Università degli Studi di Genova
Via Vivaldi 5
16126 Genova
E-mail: giovanni.lombardo @ unige.it