

IL FINANZIAMENTO DELLO SVILUPPO DELLE PMI

Claudio Siciliotti
Consigliere Segretario
Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti (Italia)

INDICE

- 1.1 La consistenza delle PMI in Italia ed in Europa**
- 1.2 Criterio qualitativo di distinzione delle PMI: il progetto Imprenditoriale**
- 1.3 Capitale *di debito* e capitale *di rischio***
- 1.4 Finanziamento nelle fasi del ciclo di vita delle PMI**
 - 1.4.1 Fasi del ciclo di vita dell'impresa e fabbisogni finanziari**
 - 1.4.2 I canali di acquisizione di capitale di rischio per le PMI**
 - 1.4.3 Gli interlocutori nelle fasi di sviluppo e di maturità: venture capitalist, fondi chiusi e merchant bank**
- 1.5 Gli incentivi fiscali al capitale di rischio e i disincentivi all'indebitamento: la Dual Income Tax e l'Imposta Regionale sulle Attività Produttive**
- 1.6 La quotazione come strumento di sviluppo**

BIBLIOGRAFIA

1.1 La consistenza delle PMI in Italia ed in Europa¹

Negli ultimi dieci anni il ruolo delle PMI è notevolmente cambiato. Vi sono molteplici ragioni di politica economica e di evoluzione dei processi reali che identificano in queste imprese, incluse quelle artigiane, un soggetto strategico tanto nei processi di sviluppo quanto in quelli di adattamento ai repentini cambiamenti del sistema economico e del mercato di tutti i settori. Esse stimolano l'economia nelle fasi di crescita e possono funzionare da ammortizzatori nelle congiunture negative, contribuiscono a mantenere e riprodurre le capacità imprenditoriali e l'occupazione, rispondono ad esigenze del mercato di nicchia e di qualità. Nei processi di produzione l'attività delle PMI può diventare complementare a quella delle grandi imprese attraverso rapporti di subfornitura e favorire il decentramento produttivo e la flessibilità del sistema.

I numerosi studi svolti negli anni '80 e '90 forniscono un quadro della presenza delle imprese nel paese ben articolato per dimensione (micro-imprese, piccole, medie e grandi imprese) e per settore di attività economica². Le PMI, in questa sede identificate con le unità produttive di beni e servizi con meno di 250 occupati, rappresentavano nel 1994 oltre il 99% delle imprese nell'area EUR 15. La quota di occupati nelle PMI era costituita da poco meno di due terzi del totale (62,8%), con punte più elevate nelle costruzioni e nel commercio (oltre l'80%).

La consistenza delle PMI in Italia è ben più significativa rispetto alla situazione europea. Nel 1994 esse rappresentavano anche qui oltre il 99% delle imprese, ma occupavano una quota maggiore di forza lavoro che è passata dal 78,5% del 1994 all'80,3% del 1996 (oltre 11 milioni di persone). Nella maggior parte dei settori di attività la loro incidenza è stata sempre al di sopra della media europea: lo scarto è particolarmente significativo nel commercio e nelle costruzioni (con oltre il 90% degli occupati) e nell'industria (con il 71,5% degli occupati) dove si rilevano oltre 20 punti percentuali al di sopra della media europea.

¹ I dati quantitativi riportati in questo paragrafo sono in:

- EUROSTAT, *Les Entreprises en Europe - Quatrième Rapport - Projet PME*, Lussemburgo, Ufficio delle pubblicazioni ufficiali della CEE, 1996;
- ISTAT, *Censimento intermedio dell'industria e dei servizi - Eurostat, Enterprises in Europe*, 5ª edizione;
- ISTAT, *Rapporto annuale 1996*;
- ISTAT, *Rapporto annuale 1998*.

² In questo contesto la classificazione di riferimento distingue le imprese secondo il numero di addetti:

- grande impresa: >249
- media impresa: 50-249
- piccola impresa: 10-49
- micro-impresa: 1-9.

In generale, secondo i dati rilevati nel '98 e riferiti al '96, si registra una netta prevalenza occupazionale delle piccole imprese (meno di 50 addetti) rispetto alla media europea, sia nella classe 1-9 addetti sia in quella 10-49 addetti, mentre nella classe successiva si registra un'inversione di tendenza che risulta notevolmente amplificata nella classe delle imprese con almeno 250 addetti (in Italia, nel '96, quest'ultima classe ha assorbito il 19,7% dell'occupazione contro il 34% della media europea).

Considerando le PMI per dimensione, predominano le micro-imprese con meno di 10 addetti (93,7%) seguite dalle piccole e dalle medie imprese con incidenze decrescenti: tra il 1994 e il 1996 la percentuale di forza lavoro occupata nelle micro-imprese è passata dal 45,8% al 47,6%. La grande impresa rappresenta poco più di un quinto del totale delle imprese.

Tra il '91 e il '96 tutti gli indicatori convergono nel testimoniare una tendenza all'ulteriore riduzione della dimensione media delle imprese e del grado di concentrazione dei settori. Inoltre, considerando il saldo fra nascite e cancellazioni di imprese si osservano differenti dinamiche nelle zone urbane e nelle zone rurali. In linea generale:

- le zone di grande concentrazione urbana hanno alti tassi di presenza e di crescita di PMI;
- i tassi più bassi di crescita di nuove imprese sono stati rilevati nei centri urbani di più antica industrializzazione³;
- in alcune zone rurali le PMI hanno registrato dinamiche molto positive, in particolare in alcuni settori del manifatturiero, come l'agroalimentare, in settori tecnologicamente avanzati come la microelettronica, in settori "maturi" come il tessile.

1.2 Criterio qualitativo di distinzione delle PMI: il progetto imprenditoriale

La struttura produttiva del sistema economico italiano è dunque caratterizzata:

- da una netta predominanza delle PMI sia in termini di unità produttive sia di occupati⁴;
- dalla presenza di PMI prevalentemente a controllo familiare (oltre il 90%);
- da imprese con una struttura finanziaria poco equilibrata con livelli di indebitamento piuttosto elevati, dove sovente patrimonio dell'impresa e della famiglia interagiscono (condizione per la quale alcune dinamiche di concessione del credito bancario possono risultare meno trasparenti sotto il profilo delle garanzie reali o personali fornite a fronte del prestito);

³ Cfr. Keeble, D. e Wever E., *New Firms and Regional Development in Europe*, Beckenham, Kent, Croom Helm, 1986 e Pinder, D., *Europa occidentale, sfide e cambiamenti*, Torino, Giappichelli, 1995.

⁴ Il contributo delle PMI al PIL è circa del 70%.

- da un a presenza rilevante del settore pubblico e dalla ristrettezza del mercato finanziario.

Negli anni '90 si è verificato un processo di profonda ristrutturazione nella grande impresa che sul piano tecnologico si è risolto nell'attenuarsi del conflitto tra automazione e flessibilità. La diminuzione del vantaggio competitivo in termini di flessibilità, che prima rappresentava un punto di forza della produzione su piccola scala, ha avuto un peso determinante nel ridurre il differenziale di redditività tra grandi e piccole imprese. Se a ciò si aggiungono l'aumento della concorrenza seguita ai processi di integrazione economica e finanziaria dell'Unione Europea e l'aumento della competizione determinato dal rallentamento della crescita degli ultimi anni, allora si comprende bene che la sopravvivenza delle PMI è legata alla loro capacità di intraprendere un sentiero di sviluppo a lungo termine, orientato all'aumento del valore dell'impresa come investimento e alla crescita delle capacità reddituali. Quest'ultima rappresenta infatti la condizione primaria per attrarre i capitali necessari per l'attuazione delle decisioni di sviluppo a lungo termine.

Da quanto detto segue che sopravvivere significa progredire secondo un preciso progetto imprenditoriale, accrescere le proprie risorse manageriali e professionali sotto il profilo qualitativo e non solo dimensionale e soprattutto risolvere sul piano finanziario problematiche più complesse rispetto a quelle legate alla gestione *day by day*. Alle decisioni di sviluppo è infatti legato il fabbisogno finanziario delle PMI che può essere coperto tramite:

- a) l'autofinanziamento;
- b) il disinvestimento;
- c) la raccolta di nuovi capitali;
- d) l'aumento del debito.

D'altra parte, la valutazione delle scelte di politica finanziaria per l'attuazione delle strategie di sviluppo sono inscindibilmente connesse alla fasi del ciclo di vita dell'impresa. Tali scelte producono conseguenze rilevanti sull'efficienza operativa e gestionale e possono coinvolgere una molteplicità di attori.

1.3 Capitale *di debito* e capitale *di rischio*

La struttura finanziaria incide sul valore dell'impresa tramite la politica dei dividendi, l'autofinanziamento, la minimizzazione del rischio finanziario e del costo del capitale e la stabilizzazione dei risultati.

Qualora non sia possibile coprire gli investimenti della politica di sviluppo con il solo autofinanziamento, allora è necessario ricorrere a fonti esterne, valutando attentamente l'opportunità di utilizzare capitale di debito o capitale di rischio (*equity*). Il capitale di debito deve essere rimborsato secondo tempi e modalità predefinite e deve essere remunerato in

modo puntuale, in base ad un tasso contrattuale fisso o variabile. Il capitale di rischio è caratterizzato da una stabilità molto elevata e dalla conseguente mancanza dell'obbligo di rimborso e dell'obbligo formale di una remunerazione prestabilita. La scelta tra le due forme di finanziamento dovrebbe avvenire considerando due ordini di fattori: convenienza economico-finanziaria e implicazioni fiscali.

In passato le PMI italiane si sono avvalse soprattutto di capitale di debito. Nel ricorrere al capitale di debito hanno valutato principalmente le implicazioni fiscali ed in particolare lo scudo fiscale degli interessi passivi garantito dalla normativa italiana. Nel caso di imprese a forte sviluppo, tuttavia, la leva finanziaria perde gran parte dei suoi vantaggi a causa dell'elevata variabilità dei risultati, dell'alto rischio e della ridotta dimensione degli utili nelle prime fasi che diminuisce i benefici fiscali degli interessi passivi dell'indebitamento⁵. In sostanza, le imprese le cui attività sono rappresentate da *opzioni di sviluppo* dovrebbero propendere verso la ricerca di capitale di rischio, in generale più idoneo alla realizzazione di tali opzioni.

Da questo punto di vista, le caratteristiche del sistema economico italiano non hanno certo aiutato le PMI nelle scelte di politica finanziaria. L'assenza di un secondo mercato e la bassa propensione agli investimenti da parte dei risparmiatori italiani hanno costretto le PMI ad orientarsi verso il capitale di debito. D'altro canto, affinché si adeguino ai cambiamenti in essere nel sistema economico, le PMI non possono rinviare gli investimenti che realizzano un progetto imprenditoriale di sviluppo. Così le PMI sono oggi obbligate ad esaminare le conseguenze economiche delle scelte di finanziamento necessarie per la realizzazione di quegli investimenti.

Per ragionare in questi termini è utile accennare alle distinte fasi del ciclo di vita delle imprese.

1.4 Finanziamento nelle fasi del ciclo di vita delle PMI

1.4.1 Fasi del ciclo di vita dell'impresa e fabbisogni finanziari

1) *Concepimento della business idea*

In questa fase si studia l'idea imprenditoriale e si pensano soluzioni tecnologiche ed organizzative per la sua realizzazione. Gli investimenti sono prevalentemente di carattere immateriale e i fabbisogni finanziari non sono generalmente elevati. Tuttavia, considerate le scarse risorse disponibili da offrire in garanzia non è agevole reperire in questa fase capitale di debito.

2) *Start-up*

⁵ Il principio di leva finanziaria afferma che un aumento del debito accresce il valore dell'impresa tramite lo scudo fiscale a condizione che il rendimento dell'investimento, identificato nel ROI, sia maggiore del costo del capitale di terzi.

Dopo le ricerche di mercato e l'organizzazione strutturale dell'impresa si inizia l'attività produttiva. Il problema finanziario di questa fase è critico: è necessario realizzare intorno al prodotto tutto quanto serve non solo per produrlo, ma anche per venderlo e promuoverlo. Il rischio connesso a questi investimenti è elevato in quanto elevata è l'incertezza della validità commerciale dell'idea imprenditoriale. Questa fase è contraddistinta da un flusso di cassa netto negativo e da un fabbisogno finanziario molto elevato.

3) *Prima fase di sviluppo*

In questa fase si procede ad effettuare cospicui investimenti diretti in beni immobili, strumentali e nel personale. Rilevanti sono anche gli investimenti immateriali, in particolare nelle attività di marketing. Cruciale è il dimensionamento della capacità produttiva in visione prospettica dei possibili livelli futuri di fatturato; pertanto i bisogni finanziari sono consistenti, ad alto rischio ma potenzialmente molto remunerativi.

4) *Sviluppo in senso stretto*

In questa fase lo sviluppo delle vendite avviene sulla base di notizie meno incerte sulla validità del prodotto e dell'organizzazione; la gestione assorbe gran parte del circolante, talvolta in misura maggiore rispetto al pieno regime produttivo, qualora siano concesse ai clienti dilazioni di pagamento al fine di dare impulso all'attività commerciale. I fabbisogni finanziari sono di carattere permanente e gli investimenti diminuiscono. Nel consolidamento dello sviluppo, gli apporti finanziari sono in genere elevati a fronte di rischi contenuti perché le informazioni di cui l'impresa dispone sono tali da consentire migliori previsioni per il lancio di nuovi prodotti, per l'espansione internazionale o per l'ampliamento strutturale.

5) *Maturità*

La piena utilizzazione dei potenziali del mercato si associa ad una certa stabilità dei tassi di sviluppo (inferiori comunque a quelli di crescita della fase precedente). Gli obiettivi principali coincidono nel mantenimento della propria posizione o nel rinnovamento del processo produttivo. Rispetto alle fasi precedenti, l'impiego di fonti finanziarie esterne è meno vincolante poiché il flusso di cassa inizia ad essere positivo. Il migliore sfruttamento delle risorse, l'esperienza acquisita, la razionalizzazione della politica finanziaria sono fattori che incidono sulla riduzione dell'intensità di capitale. La volontà dei soci maggioritari di consolidare la propria posizione può portarli a rilevare posizioni di minoranza. Tali dinamiche possono infine risolversi nella quotazione dei titoli con la conseguente necessità di specifiche competenze relative al mercato finanziario.

6) *Declino*

I fabbisogni finanziari sono legati alla necessità di rilanciare lo sviluppo o di sostituire il business con operazioni di *corporate restructuring & development*.

In linea generale si può notare che nella fase di concepimento dell'idea imprenditoriale e nella fase di *start-up* sarebbe opportuno utilizzare prevalentemente capitale proprio eventualmente integrato da fonti esterne di natura informale e da altre forme di capitale di rischio. Il pericolo di inefficacia del business intrapreso è molto elevato e gli oneri del capitale di debito possono risultare relativamente più gravosi rispetto a quelli connessi all'utilizzo del capitale di rischio. Tuttavia, la possibilità di creare valore con la leva del debito cresce con il passaggio dell'impresa alla fase di maturità. In questa fase, infatti, le possibilità di sfruttare il vantaggio fiscale del debito crescono, l'incertezza dei risultati ed il rischio imprenditoriale diminuiscono, i costi del fallimento potenziale sono più contenuti ed il costo del capitale si riduce al crescere del fatturato. Evidentemente, esiste un limite al ricorso dell'indebitamento rappresentato dalla "trappola del debito": situazione per la quale la difficile reversibilità dell'indebitamento, l'alto rischio e la frequente prevalenza di risorse di provenienza bancaria portano a non poter accedere successivamente a forme di intervento di operatori specializzati nel capitale di rischio e a dover accedere a capitali di debito sempre più costosi. Ciò riduce il tasso di profitto, limita le possibilità di autofinanziamento, diminuisce il valore economico dell'impresa, il tasso di crescita sostenibile e le opportunità di muovere le altre leve competitive.

D'altra parte, è stato già sottolineato che in questa fase di complessa transizione economica la volontà di sopravvivere di una piccola o media impresa non può non essere associata ad una strategia di sviluppo di un progetto imprenditoriale a lungo termine. L'alta intensità di capitale richiesta per l'attuazione di una strategia di questo tipo, che implica rilevanti investimenti in ricerca e sviluppo, nel marketing, nell'acquisizione o nella formazione interna di competenze e professionalità specifiche, determina una forte dipendenza da fonti di finanziamento esterne: a maggior ragione con la diminuzione delle opportunità di autofinanziamento generata in Italia dall'incremento della pressione tributaria e dall'attenuarsi del permissivismo fiscale.

Per le imprese non quotate la soluzione è dunque rappresentata dal capitale di rischio (*private equity*).

1.4.2 I canali di acquisizione di capitale di rischio per le PMI

I canali di approvvigionamento di capitali di rischio possono essere segmentati sulla base delle esigenze legate alle diverse fasi del ciclo di vita dell'impresa. L'offerta italiana di capitali di rischio è riconducibile a:

- soggetti privati o altre imprese;
- investitori istituzionali;
- mercato mobiliare;
- settore pubblico.

Il fabbisogno di capitale della fase di nascita e primo sviluppo (*start-up financing*) è una funzione del contenuto innovativo dell'attività economica, delle barriere all'entrata del mercato di riferimento, dell'entità degli investimenti nella capacità produttiva, nella creazione della rete distributiva e nel marketing. Oltre che dei soggetti privati (promotori e *personal venture capitalist*) un ruolo rilevante è occupato dagli operatori pubblici riguardo ai progetti volti a creare imprenditorialità in contesti difficili (aree territoriali depresse e imprenditorialità giovanile), nonché da società specializzate in *venture capital*. In questo caso, alle competenze finanziarie è indispensabile affiancare competenze industriali di supporto all'avvio dell'iniziativa imprenditoriale.

Nella fase di sviluppo, dove le necessità finanziarie sono generalmente elevate (*expansion financing*) e dove l'impresa non può ancora contare sul flusso di cassa positivo massimo, tutti gli operatori possono rappresentare un valido interlocutore. Gli interventi degli investitori istituzionali (*venture capitalist* e fondi chiusi) si stanno concentrando su imprese con squilibrio finanziario ma con solida struttura economica, prodotti validi e ampi margini reddituali.

Nella fase di maturità i soggetti attivi nell'offerta di capitale di rischio, oltre a quelli indicati per la fase di sviluppo, sono le *merchant bank*. Con il loro supporto l'impresa può perseguire l'obiettivo della quotazione in un mercato mobiliare al fine di attuare operazioni orientate al consolidamento della propria posizione nel mercato di riferimento (*bridging financing*). Il ricorso al *merchant banking* è una valida alternativa per le imprese di medie dimensioni con buoni programmi di sviluppo, con forti competenze imprenditoriali e caratterizzate comunque da una struttura finanziaria equilibrata: condizioni tali da consentire potenzialmente un adeguato ritorno potenziale all'investimento della *merchant bank*. E' chiaro quindi che le piccole imprese sottocapitalizzate o a conduzione familiare restano escluse da questo tipo d'intervento. Tuttavia, si tenga presente che il supporto di questi intermediari finanziari potrebbe risultare particolarmente rilevante per le aziende a controllo familiare, soprattutto se indirizzato alla gestione del processo di successione e non solo al perseguimento di obiettivi di sviluppo.

Nel caso di operazioni di risanamento, di riorganizzazione e di ristrutturazione proprie della fase di declino (*turnaround financing*), le quali richiedono un'alta intensità di capitale, operatori pubblici e banche detengono una posizione predominante. Si tratta dei cosiddetti *venture capitalist* che si occupano di crisi preminentemente finanziarie con possibili alte ripercussioni sui valori di mercato delle imprese assistite.

La possibilità di interventi complementari nell'offerta di capitali di rischio mettono in evidenza quanto il contesto attuale sia ancora poco strutturato. Sicuramente gli operatori in questione sono poco numerosi rispetto alle dimensioni della domanda potenziale (l'universo delle PMI) e la situazione italiana è ulteriormente aggravata dalla cronica mancanza di una borsa delle PMI.

Sarebbe molto importante che il legislatore mettesse a punto strumenti in grado di favorire la collaborazione tra i diversi operatori per la gestione dei passaggi tra le varie fasi del ciclo di vita delle imprese. Infatti, gli alti rischi delle fasi iniziali sono maggiormente sostenibili dall'operatore pubblico che potrebbe cedere il passo all'interlocutore privato nelle fasi successive, al fine di perseguire finalmente la quotazione sul mercato mobiliare, canale di finanziamento stabile e flessibile.

1.4.3 Gli interlocutori nelle fasi di sviluppo e di maturità: *venture capitalist*, fondi chiusi e *merchant bank*

La fase di sviluppo in senso stretto è particolarmente delicata nella prospettiva di analisi dei cambiamenti in atto nel sistema produttivo. In generale, perché una piccola impresa possa rivolgersi al *venture capital* è essenziale che il suo progetto sia innovativo e ad alto potenziale. Gli operatori, siano essi *venture capitalist* siano fondi chiusi, investono risorse in attività imprenditoriali ad alto rischio/rendimento e illiquido per un lungo periodo. Infatti, la strategia di diversificazione di portafoglio adottata dai *venture capitalist* consente loro di minimizzare il rischio connesso al fallimento dei singoli progetti, allo scopo di conseguire buoni guadagni in conto capitale con il disinvestimento dopo un periodo che oscilla da tre a cinque anni.

Inoltre, si stanno diffondendo nel mercato anche privati (*personal venture capitalist*) che, dotati di un alto patrimonio personale, sono disposti a correre rischi maggiori rispetto ai soggetti istituzionali.

I fondi chiusi sono costituiti da società di gestione di fondi comuni: hanno una durata compresa tra i cinque e i dieci anni durante i quali non si possono ritirare le quote; implicano investimenti rilevanti per il sottoscrittore e sono prevalentemente investiti in società non quotate.

Il fondo chiuso rappresenta la realtà più interessante per le PMI. Da un lato è uno strumento finanziario, dall'altro ha una forte valenza consultiva, soprattutto per le imprese a matrice familiare che necessitano di notevoli risorse professionali nel processo di rinnovamento di questi ultimi anni.

La caratteristica di chiusura consente al gestore di contare su un capitale stabile e di investire a lungo termine in piccole e medie imprese in rapida crescita, raccogliendo risorse dal risparmio privato, da quello gestito o da altre imprese. Il fondo chiuso fornisce capitali, risorse manageriali e *know how* strategico nei contatti con il sistema finanziario e nei rapporti con le banche.

Le *merchant bank* sono idonee al finanziamento della fase di maturità delle imprese. Preferiscono investire in imprese di medie dimensioni al fine di sostenerne uno sviluppo finalizzato alla quotazione. Queste istituzioni non fissano limiti temporali per i propri investimenti e sono interessate ai dividendi e ai corrispettivi per l'attività di consulenza,

ottenuti con l'acquisto di maggioranze o di minoranze. La consulenza è offerta sul *project financing* della finanza straordinaria e su attività per l'accesso alla finanza agevolata.

1.5 Gli incentivi fiscali al capitale di rischio e i disincentivi all'indebitamento: la Dual Income Tax (Dit) e l'Imposta Regionale sulle Attività Produttive (Irap)

In Italia, fino al 1997, la deducibilità fiscale degli interessi passivi dal reddito imponibile (scudo fiscale) ha reso notevolmente vantaggioso l'impiego di capitale di debito rispetto al capitale di rischio. Ancora, tale meccanismo ha contribuito a determinare dinamiche negative: gli operatori hanno sovente simulato apporti di capitale sotto forma di debito allo scopo di godere dei vantaggi di carattere fiscale ed hanno adottato strumenti per distribuire il reddito prodotto dall'impresa sotto forma di interesse piuttosto che di dividendi per eludere l'imposizione. Queste pratiche evidentemente possono produrre una distorsione nei prezzi relativi del mercato di capitale.

Con la legge 662/1996 associata alla finanziaria del 1997 il Governo ha però avviato il progetto di riforma del sistema di tassazione, al fine di favorire la capitalizzazione delle imprese; le azioni intraprese per perseguire l'obiettivo sono state:

- a) l'introduzione della *dual income taxation*⁶;
- b) l'istituzione di un'imposta sul valore aggiunto netto⁷ (Imposta Regionale sulle Attività Produttive) e la contemporanea abrogazione di una serie di altri tributi sull'esercizio di attività produttive tra cui l'Imposta Locale sul Reddito (Ilor);
- c) la previsione di agevolazioni fiscali per le imprese che si quotano nei mercati italiani regolamentati⁸.

1) *Incentivazione all'autofinanziamento*

La Dual Income Tax (Dit) distingue il reddito d'impresa in due componenti. La prima coincide con l'ordinaria remunerazione del capitale investito e la seconda ha la forma di un extra profitto rispetto al rendimento medio degli investimenti finanziari. L'aliquota della tassazioni applicata alle due componenti è diversa: l'utile finanziario è soggetto ad aliquota ridotta e l'utile eccedente la normale remunerazione è soggetto alla tassazione ordinaria del reddito d'impresa.

Poiché la Dit è applicabile solo a condizione di un aumento del patrimonio nel periodo di imposizione, essa non smorza direttamente l'incentivo a favore del capitale di debito

⁶ D.Lgs. 18 dicembre 1997, n. 466.

⁷ D.Lgs. 15 dicembre 1997, n. 446.

⁸ D.Lgs. 18 dicembre 1997, n. 466.

rispetto al capitale di rischio, ma riduce l'imposizione degli utili reinvestiti e non distribuiti, favorendo per questa via l'autofinanziamento.

2) *Riduzione della convenienza del ricorso al capitale di debito*

La riforma tributaria, eliminando l'Illor, riduce lo scudo fiscale diretto, quest'ultimo costituito dal risparmio d'imposta su Irpeg ed Ilor. L'introduzione dell'Imposta Regionale sulle Attività Produttive (Irap), che si configura come imposta sul valore aggiunto prodotto e che impedisce la deducibilità degli oneri finanziari, fa sì che gli interessi passivi siano soggetti a tassazione. Quindi, in sostanza, oltre a diminuire la convenienza fiscale dell'indebitamento, con l'Irap si disincentiva direttamente il capitale di debito tassandone gli oneri finanziari.

Purtroppo la natura stessa del meccanismo conduce ad effetti redistributivi: in primo luogo diventano soggetti all'Irap individui e categorie precedentemente non colpite dall'Illor. In più, l'onere fiscale dipende dalla struttura del valore aggiunto netto dell'impresa e da quella del suo conto economico. Per le imprese molto indebitate l'Irap riduce il reddito netto a parità di oneri finanziari. Dal momento che gli oneri finanziari non sono facilmente manipolabili nel breve periodo, l'imposizione dipende dalla struttura del valore aggiunto e dunque dal grado d'integrazione dell'impresa.

3) *Incentivi all'utilizzo del capitale di rischio*

Gli incentivi diretti all'impiego di capitale di rischio sono rappresentati:

- dall'abolizione dell'imposta sul patrimonio netto che, nel caso di apporto di capitale proprio, risultava un vero e proprio onere aggiuntivo rispetto all'indebitamento;
- dalla riduzione delle aliquote stabilite nella *dual income taxation* per le società ammesse alla quotazione presso mercati italiani regolamentati (Super Dit).

In conclusione, la riforma fiscale del 1997 ha in definitiva modificato le variabili di scelta nelle operazioni di finanziamento esterno incentivando il ricorso al capitale di rischio.

1.6 La quotazione come strumento di sviluppo

Il sistema produttivo italiano è costituito da una molteplicità di piccole imprese non quotate e da un numero ristretto di grandi imprese. Nel 1999 le imprese presenti in Borsa erano 247⁹. Il numero dei titoli quotati ha consolidato un trend crescente negli ultimi quattro anni, ma in assoluto risulta notevolmente inferiore rispetto alle principali Borse

⁹ Fonte: Borsa Italiana.

europee (nel 1998 i titoli quotati in Spagna erano 484, in Francia 962, in Inghilterra 2.920 e in Germania 3.525¹⁰). E' comunque di rilievo la capitalizzazione della Borsa in percentuale del PIL che è passata dal 20,6% del '96 al 65,2% del '99¹¹. L'andamento di crescita è confermato dall'evoluzione degli IPO che a fronte dei 7 milioni di Euro del '90 hanno toccato i 21.296 milioni nel '99¹². L'analisi per settore e per numero di operazioni condotta tra il '95 e il '99 mostra che tecnologia e software, industriali e finanziari hanno giocato un ruolo da protagonisti nelle IPO. Ma quali motivi spingono le imprese a quotarsi ed il legislatore a voler favorire l'agilità e la trasparenza dei meccanismi della quotazione in Borsa?

Per l'impresa i vantaggi della quotazione sono di ordine economico, finanziario ed extra-economico.

Sotto il profilo finanziario l'*accesso diretto ad un ulteriore canale di finanziamento*:

- riduce la dipendenza dal sistema creditizio;
- riduce l'indebitamento e può generare un "*effetto rating*": l'aumento della capitalizzazione si accompagna generalmente alla riduzione del costo dell'indebitamento;
- riduce il *cash flow* funzionale al finanziamento;
- elimina le problematiche connesse alla prestazione di garanzie nei prestiti bancari;
- rappresenta una potenziale fonte continuativa di risorse.

La *riduzione del costo medio ponderato delle risorse finanziarie* è determinata:

- dalla possibilità di richiedere sovrapprezzi negli aumenti di capitale;
- dalla possibilità di diversificare gli strumenti finanziari adottati (azioni, cambiali finanziarie);
- dal miglioramento della posizione contrattuale verso i fornitori finanziari;
- dalla possibilità di ampliare i margini della leva finanziaria.

La quotazione consente di *sostenere la crescita esterna con il supporto di alleanze strategiche*.

Infine sono notevoli i vantaggi di carattere extra-economico legati al cosiddetto *reputation capital*:

- potenziamento dell'immagine;

¹⁰ Fonte: Borse Valori.

¹¹ Fonte: Borsa Italiana.

¹² Fonte Datastream.

- incremento di visibilità del valore aziendale;
- aumento dei margini della leva del marketing mix;
- attrazione di risorse manageriali più qualificate.

Per le PMI a conduzione familiare diventano inoltre fondamentali i vantaggi per il gruppo di controllo. Tali vantaggi sono identificabili:

- in una ricapitalizzazione che non comporta l'impiego del capitale personale dell'imprenditore o della famiglia e contemporaneamente non implica perdita di controllo;
- nella monetizzazione dell'investimento e nella diversificazione del patrimonio familiare;
- nella liquidità del titolo e nella risoluzione dei problemi di successione;
- nell'eliminazione delle garanzie reali prestate dai soci;
- nelle agevolazioni fiscali.

Infine la quotazione permette al management di conseguire vantaggi strettamente personali:

- con il miglioramento della propria immagine e la pubblicizzazione delle professionalità acquisite;
- quando è attuata con una strategia di diffusione azionaria a favore del management e dei dipendenti tramite lo strumento delle *stock option*.

La quotazione comporta evidentemente una serie di costi e di rischi. I principali oneri imputabili alla quotazione e alle attività dell'impresa dopo la quotazione sono rappresentati:

- ➔ dai tempi lunghi che il management deve dedicare alla gestione del processo e in particolare all'acquisizione delle informazioni necessarie e al soddisfacimento dei requisiti formali e sostanziali connessi alla quotazione;
- ➔ dai rilevanti costi diretti;
- ➔ dalla rinuncia alla commistione tra patrimonio aziendale e familiare;
- ➔ dall'adempimento ai requisiti di trasparenza dei bilanci;
- ➔ dagli obblighi di comunicazione alle autorità e agli azionisti finanziari;
- ➔ dall'inclusione nelle scelte gestionali delle aspettative degli azionisti sui risultati di breve periodo;

→ dall'esigenza di definire un'adeguata politica dei dividendi.

I rischi impliciti seguenti alla quotazione sono rappresentati:

→ dalla possibile perdita di controllo societario degli azionisti attuali;

→ dalla possibile suscettibilità del titolo alle condizioni di mercato.

Primo. Come negli altri sistemi economici, nel contesto italiano sono presenti due tipologie di portatori di capitale che attuano strategie diverse e talvolta in conflitto fra loro. Da un lato vi sono gli "azionisti industriali" le cui scelte tendono a perseguire l'obiettivo di controllo della produzione, del mercato e della tecnologia dell'impresa, dall'altro vi sono gli "azionisti finanziari" guidati da traguardi remunerativi. Posto che un progetto di sviluppo a lungo termine sia attuato per creare valore e che la creazione di questo valore, per essere percepita e "diffusa", debba trasferirsi nei prezzi delle azioni, allora l'apertura del capitale a terzi, ed in particolare la quotazione presso un mercato mobiliare, può produrre positive conseguenze sia per gli investitori finanziari sia per gli investitori industriali. I primi hanno la possibilità di apprezzare completamente il rendimento del proprio investimento. Gli investitori industriali d'altro canto sono principalmente interessati:

- al miglioramento dell'immagine dell'impresa e alla diffusione di un clima di fiducia tra tutti gli operatori;
- all'ottimizzazione del costo della raccolta di nuovo capitale, con la possibilità di fissare alti sovrapprezzi nel caso in cui il titolo abbia un elevato valore di mercato;
- al contenimento del rapporto tra dividendi e utile netto (*pay-out ratio*), qualora i guadagni in conto capitale rendano meno importante per gli azionisti la misura del dividendo.

Evidentemente non basta che il valore creato si trasferisca sui prezzi: è essenziale che la diffusione sia efficace ed i prezzi rispecchino informazioni puntuali e corrette sulla società emittente. *Per le piccole imprese ciò implica la necessità di un mercato mobiliare specifico.*

Secondo. Considerati i potenziali vantaggi della quotazione, le imprese possono decidere di aprire il capitale a terzi in diversi momenti del proprio ciclo di vita per fronteggiare specifiche esigenze:

- per sostenere una strategia di aumento della capacità produttiva, di internazionalizzazione o di acquisizione di altre aziende nella fase di crescita;
- per favorire il passaggio da uno status di azienda familiare a quello di impresa di maggiori dimensioni nella fase di maturità;
- per realizzare un ricambio nella proprietà azionaria nella fase di maturità;

- per riassetare una situazioni di squilibrio finanziario tanto nella fase di crescita quanto in quella di maturità.

Riferendosi specificamente al caso della quotazione come strumento di sviluppo (fase di crescita), il successo sembrerebbe legato alla presenza di tre requisiti sostanziali:

- 1) l'attività svolta deve possedere prospettive di sviluppo qualitative e quantitative e il settore deve essere attrattivo per il mercato;
- 2) la società deve poter generare reddito distribuibile e consentire valide politiche dei dividendi che si traducano in capacità di attrarre flussi di risparmio per la continuità delle negoziazioni
- 3) la società dovrebbe disporre di un flottante di circa 50 miliardi o di una capitalizzazione di almeno 100 miliardi di lire.

A prima vista, questi requisiti sembrerebbero tagliare fuori molte piccole imprese che non operano sulla frontiera tecnologica del proprio settore o in settori *hi-tec*. In realtà per le piccole imprese, gli oneri maggiori sono rappresentati non tanto dai costi diretti, quanto dagli obblighi di certificazione del bilancio e di redazione del bilancio consolidato, nonché da un vero e proprio freno culturale costituito da una "strutturale" confusione tra patrimonio aziendale e familiare. Infatti, gli oneri diretti del collocamento sono inferiori al costo di qualsiasi finanziamento creditizio alternativo ed il costo di gestione può essere ridotto con la consulenza di intermediari specializzati e con la fruizione delle agevolazioni fiscali alla quotazione (previste dalla riforma tributaria avviata a partire dal 1997).

Gli oneri derivanti dalla quotazione sono in conclusione ampiamente ripagati nel medio periodo dalla valorizzazione riconosciuta alla politica di sviluppo e dall'efficacia delle strategie, soggette dopo la quotazione all'attenzione quotidiana del mercato azionario: questa circostanza costringe il management ad un costante monitoraggio dei cambiamenti di settore ed al continuo ripensamento delle strategie di sviluppo.

BIBLIOGRAFIA

AA.VV., 1993

Mercati finanziari per le piccole e medie imprese, a cura di Giancarlo Forestieri, Milano, EGEA – Edizioni Giuridiche Economiche Aziendali dell'Università Bocconi e Giuffrè editori S.p.A..

Commissione Europea, 1998

"Promuovere lo spirito imprenditoriale in Europa: priorità per il futuro", comunicazione della Commissione al Consiglio, Bruxelles, Commissione europea.

EUROSTAT, 1996

Les Entreprises en Europe – Quatrième Rapport – Projet PME, Lussemburgo, Ufficio delle pubblicazioni ufficiali della CEE.

ISTAT, 1998

Rapporto annuale.

ISTAT, 1996

Censimento intermedio dell'industria e dei servizi – Eurostat, Enterprises in Europe, 5^a edizione.

ISTAT, 1996

Rapporto annuale.

Keeble, D. e Wever E., 1986

New Firms and Regional Development in Europe, Beckenham, Kent, Croom Helm.

Perrini, Francesco e Vesin, Guido, 2000

La quotazione in Borsa, ciclost., Milano, SDA Bocconi – Area finanza aziendale e Immobiliare.

Perrini, Francesco, 1999

“La valutazione di convenienza finanziaria della quotazione in Borsa”, rapporto ciclost., Milano, SDA Bocconi.

Perrini, Francesco, 1998

Capitale di rischio e mercati per le PMI – Metodologie e canali di accesso al capitale per lo sviluppo, Milano, EGEA – Edizioni Giuridiche Economiche Aziendali dell'Università Bocconi e Giuffrè editori S.p.A..

Pinder, D., 1995

Europa occidentale, sfide e cambiamenti, Torino, Giappichelli.

Tamagnini, Maurizio, 2000

La quotazione in Borsa per le piccole e medie imprese, ciclost., Merrill Lynch.

Tedde, Vittorio, 1998

Il nuovo mercato finanziario per le piccole e medie imprese, Milano, Franco Angeli.



CURRICULUM PROFESSIONALE

CLAUDIO SICILIOTTI nato a Udine il 28.07.1952 ed ivi residente in Via Monte San Marco 35 (Tel. 0432 – 545769) codice fiscale SCL CLD 52L28 L483Y

dottore commercialista con studio in Udine, Via Giusti 2 (tel. 0432 – 501090 – fax 0432 – 505234) ed ufficio in Trieste Via Geppa 9 (tel. 040 – 631004 – fax 040 – 631946)

- maturità classica presso il Liceo J. Stellini di Udine nel 1971;
- laurea presso l'Università Commerciale L. Bocconi di Milano nel 1977;
- abilitazione all'esercizio della professione di dottore commercialista presso l'Università degli Studi di Trieste nel 1980;
- iscrizione all'Albo dei Dottori Commercialisti della Provincia di Udine nel 1980;
- membro di Commissioni consultive del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti dal 1988 al 1994 e dal 1996 al 1998 (con funzioni di riforma dell'ordinamento professionale);
- Segretario dell'Associazione dei Dottori Commercialisti delle Tre Venezie (circa 600 iscritti) dal 1990 al 1996;
- Segretario della Conferenza Permanente tra gli Ordini dei Dottori Commercialisti delle Tre Venezie dal 1990 al 1997;
- Consigliere dell'Ordine dei Dottori Commercialisti della Provincia di Udine (con delega alla tutela della professione ed ai rapporti con la stampa) dal 1994 al 1998;
- membro del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti con funzioni di Segretario dal 1998;
- iscritto nel Registro dei Revisori Contabili in sede di prima formazione dello stesso (G.U. 21.04.1995);
- iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici del Giudice del Tribunale di Udine;
- componente il Collegio Sindacale di n. 29 società di capitali (di cui n. 16 con funzioni di Presidente).

Udine 13.11.2000