

UNIVERSITÀ DELLA CALABRIA

Facoltà di Economia

Dottorato di Ricerca in Scienze Aziendali
XXI ciclo

Settore disciplinare SECS-P/07

Tesi di Dottorato

Il finanziamento delle imprese:
strumenti finanziari partecipativi e *private equity*

Supervisore

Chiar.ma Prof.ssa
Romilda Mazzotta

Candidata

Dott.ssa
Sabina Basta

Coordinatore

Chiar.mo Prof.
Andrea Lanza

Anno Accademico 2008-2009

INDICE

<i>Introduzione</i>	pag. 1
---------------------------	--------

CAPITOLO PRIMO

IL FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE: UN APPROCCIO ECONOMICO-AZIENDALE

1.1	Le imprese e il fabbisogno finanziario.....	pag. 4
1.2	Il fabbisogno finanziario: caratteristiche e composizione.....	» 7
1.3	La copertura del fabbisogno finanziario: il sistema dei finanziamenti.....	» 9
1.4	Le fonti di finanziamento.....	» 11
1.5	L'analisi della situazione patrimoniale e finanziaria dell'impresa.....	» 16
1.6	Le relazioni tra capitale proprio e capitale di terzi: i modelli di derivazione contabile.....	» 25
1.7	Le teorie sulla struttura finanziaria: cenni.....	» 32

CAPITOLO SECONDO

L'IMPATTO DELLA RIFORMA SOCIETARIA SUL FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE

2.1	Il ruolo del capitale di rischio nel finanziamento delle imprese italiane.....	» 37
2.2	Il finanziamento delle imprese e la riforma del diritto societario.....	» 40
	2.2.1 La nuova disciplina dei conferimenti e delle forme di finanziamento nelle S.r.l.....	» 43
	2.2.2 La nuova disciplina dei conferimenti e delle forme di finanziamento nelle S.p.A.....	» 47
2.3	Il finanziamento delle imprese e l'accordo di Basilea 2: cenni.....	» 53

CAPITOLO TERZO

GLI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI

3.1	Gli strumenti finanziari partecipativi: caratteri e finalità.....	pag. 56
3.2	Gli strumenti finanziari partecipativi quale fonte di vantaggio competitivo	» 65
3.3	Gli strumenti finanziari partecipativi nei principi contabili.....	» 68

3.4	L'emissione di strumenti finanziari partecipativi e gli effetti sul bilancio d'esercizio.....	»	72
3.5	Gli strumenti finanziari partecipativi e la normativa fiscale.....	»	86
3.6	La diffusione degli strumenti finanziari partecipativi: un'analisi empirica.....	»	93
	3.6.1 Il metodo della ricerca.....	»	93
	3.6.2 Il campione di riferimento.....	»	95
	3.6.3 I risultati.....	»	97

CAPITOLO QUARTO

GLI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI E IL *PRIVATE EQUITY*

4.1	Gli strumenti finanziari partecipativi, il <i>private equity</i> e il finanziamento delle piccole e medie imprese.....	pag.	109
4.2	Le caratteristiche del <i>private equity</i>	»	111
4.3	Il <i>private equity</i> : vantaggi e svantaggi.....	»	119
4.4	<i>Private equity</i> e riforma societaria.....	»	121
4.5	<i>Private equity</i> e <i>corporate governance</i>	»	126
4.6	Il <i>private equity</i> in Italia.....	»	129

CAPITOLO QUINTO

IL FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE: UN CONFRONTO INTERNAZIONALE

5.1	Il sistema finanziario nel contesto internazionale.....	»	138
5.2	Il sistema finanziario nell'Europa continentale: il modello « <i>bank oriented</i> »	»	140
	5.2.1 Il sistema finanziario in Germania.....	»	141
	5.2.2 Il sistema finanziario in Francia.....	»	144
	5.2.3 Il sistema finanziario in Belgio.....	»	145
5.3	Il sistema finanziario nei Paesi anglosassoni: il modello « <i>market oriented</i> ».....	»	146
5.4	Gli strumenti ibridi di finanziamento nel contesto internazionale.....	»	147
5.5	Il <i>private equity</i> nel contesto internazionale.....	»	155
5.6	Il <i>private equity</i> negli Stati Uniti.....	»	156
5.7	Il <i>private equity</i> in Europa.....	»	162
	5.7.1 Il <i>private equity</i> nel Regno Unito.....	»	167
	5.7.2 Il <i>private equity</i> in Francia.....	»	172
	5.7.3 Il <i>private equity</i> in Germania.....	»	177
	<i>Conclusioni</i>	»	181
	<i>Bibliografia</i>	»	184
	<i>Allegati</i>	»	195

Introduzione

Ogni realtà aziendale si trova a dover affrontare le problematiche scaturenti dalla necessità di finanziare la sua attività e i suoi progetti di sviluppo. La definizione del livello di indebitamento rappresenta, di conseguenza, uno dei problemi più importanti e ricorrenti nella vita di un'impresa.

A seguito del cambiamento che ha interessato il contesto in cui le aziende operano, si è prospettata l'esigenza di ripensare la struttura finanziaria al fine di rafforzare e rendere più flessibili le imprese stesse. Esse, infatti, si trovano a dover fronteggiare situazioni critiche non sempre prevedibili e devono saper cogliere le nuove opportunità che da quest'ultime possono derivare.

Il nostro sistema finanziario presenta una serie di problemi che riguardano sia gli intermediari che le imprese. Tra questi si rammenta una limitata dimensione del mercato azionario, lo scarso sviluppo del *private equity* e del *venture capital*, la ridotta presenza degli investitori istituzionali, la mancanza di adeguato capitale di rischio per lo sviluppo delle imprese stesse.

Gli imprenditori, d'altra parte, contribuiscono ad alimentare tali carenze essendo poco propensi alla quotazione in Borsa e a rinunciare al controllo dell'azienda.

In realtà le imprese italiane, prevalentemente di piccola e media dimensione, non dispongono della dotazione di capitale di rischio necessaria a promuovere la loro crescita, e di conseguenza, lo sviluppo del nostro sistema produttivo.

L'apertura dei mercati e il conseguente avvento di una forte concorrenza mettono, inoltre, in evidenza i limiti dimensionali e di capitalizzazione delle piccole e medie imprese del nostro Paese.

Nel presente lavoro si cerca di valutare la validità dei nuovi strumenti introdotti dalla riforma societaria del 2003, con particolare riferimento agli strumenti finanziari partecipativi, ad affrontare e risolvere i problemi di carattere finanziario delle imprese italiane. Attraverso

tali strumenti, infatti, è possibile finanziarsi senza incidere sulla struttura di capitale e di governo delle imprese e realizzare, allo stesso tempo, operazioni di *private equity* e *venture capital*. Quest'ultime, in particolare, consentono all'azienda di ricevere il supporto necessario per realizzare un percorso di crescita che preveda l'internazionalizzazione o perlomeno la quotazione nei mercati regolamentati.

A tal fine è stata realizzata un'indagine empirica volta ad analizzare la diffusione degli strumenti finanziari partecipativi attraverso la somministrazione di un questionario ad un campione di imprese di piccola e media dimensione.

Nel primo capitolo si descrive il fabbisogno finanziario delle imprese e il sistema dei finanziamenti in un'ottica prevalentemente aziendalistica. In particolare, una volta individuate le tradizionali fonti di copertura, è stata analizzata la situazione patrimoniale e finanziaria dell'impresa sottolineando la necessità di raggiungere determinati equilibri affinché l'impresa possa perdurare in un contesto mutevole e si individuano le relazioni tra capitale proprio e capitale di terzi.

Nel secondo capitolo, dopo aver sottolineato l'importanza del capitale di rischio nel finanziamento delle imprese, sono stati considerati i nuovi istituti predisposti dalla riforma societaria del 2003 attraverso i quali le società di capitali possono ottenere i finanziamenti di cui necessitano favorendo, da un lato, l'accesso al mercato del credito diverso da quello bancario e dall'altro, la creazione delle condizioni necessarie per lo sviluppo del mercato del *private equity* nel nostro Paese.

Nel terzo capitolo l'attenzione è focalizzata sugli strumenti finanziari partecipativi, quali strumenti alternativi di finanziamento di natura ibrida. Dopo averne descritto caratteristiche e finalità e dopo aver discusso del loro contributo offerto in termini di vantaggio competitivo grazie alla flessibilità che li contraddistingue, si affrontano le problematiche relative alla loro contabilizzazione e rappresentazione in bilancio, nonché quelle relative al loro trattamento fiscale. Infine, si descrivono i risultati ottenuti dalla realizzazione della ricerca empirica rivolta a valutare la diffusione degli strumenti in esame.

Nel capitolo successivo si evidenzia come gli strumenti finanziari partecipativi possano essere impiegati per realizzare operazioni di *private equity* e per superare quindi i limiti allo sviluppo che le imprese del nostro Paese devono affrontare a causa della piccola dimensione e della bassa capitalizzazione. Si descrive, pertanto, in cosa consiste un'operazione di *private equity* evidenziandone caratteristiche, vantaggi e svantaggi. Si evidenzia, inoltre, come per poter rendere allettante un'operazione di *private equity* sia necessario definire regole che

consentano di instaurare tra l'imprenditore e l'investitore un'efficace collaborazione. Si analizzano, infine, le caratteristiche del mercato del *private equity* nel contesto italiano.

Nell'ultimo capitolo si descrive il rapporto esistente tra sistema finanziario e impresa nel contesto internazionale. Dato che per sostenere la crescita e la competitività di un'economia è necessario individuare la configurazione del sistema finanziario che, in base alle caratteristiche del Paese, possa definirsi ottimale si sono, inoltre, analizzate le caratteristiche del modello «*bank oriented*», prevalente nell'Europa continentale, e quelle del modello «*market oriented*», prevalente negli Stati Uniti e negli altri Paesi anglosassoni, intesi come modelli semplificati di sistema finanziario. Si osserva, inoltre, che nel presente lavoro si è data prevalenza a contesti come Germania, Francia e Belgio in quanto più simili al nostro Paese. Considerando, inoltre, che è ormai diffusa la tendenza a ricorrere a strumenti alternativi di finanziamento si è cercato di individuare, sia nei sistemi anglosassoni che in quelli dell'Europa continentale, le caratteristiche delle diverse categorie di strumenti ibridi sviluppati in tali contesti.

Infine, considerando i dati divulgati dagli organismi che, a livello nazionale, si occupano di rappresentare e promuovere l'attività di investimento nel capitale di rischio, si è analizzato il mercato del *private equity* in Europa e negli Stati Uniti.

CAPITOLO PRIMO

Il finanziamento delle imprese: un approccio economico-aziendale

1.1 Le imprese e il fabbisogno finanziario

Per poter svolgere l'attività di produzione e scambio di beni e/o servizi l'impresa deve realizzare una serie di operazioni di natura diversa interagendo con l'ambiente in cui la stessa è inserita¹. L'insieme di queste operazioni si definisce *gestione aziendale* e costituisce un complesso di atti programmati, eseguiti e valutati nell'ottica dell'azienda intesa quale sistema². Ogni singola operazione di gestione ha senso se inserita nell'unitario fenomeno della gestione aziendale. Qualunque fatto di gestione è voluto e preordinato in funzione del raggiungimento delle finalità aziendali.

Nell'ambito delle operazioni di gestione è possibile individuare:

- le operazioni di provvista, tramite le quali l'azienda reperisce i fattori produttivi necessari per lo svolgimento del processo produttivo e ne sostiene i relativi costi;
- le operazioni di trasformazione, attraverso cui si realizza una trasformazione fisico-tecnica delle materie prime in prodotti finiti;

¹ Cfr. ONIDA P., *Economia d'azienda*, UTET, Torino, 1985, pag. 5 e ss..

² Zappa definisce la gestione dal punto di vista soggettivo come «l'ordinata attività svolta dagli organi d'azienda in quanto tende direttamente al fine per il quale l'impresa è costituita e retta», e dal punto di vista oggettivo come l'attività che «si esplica in fenomeni o, come si usa dire, in fatti, operazioni o accadimenti composti a sistema nella continua unità dell'economia produttiva d'impresa». Si veda ZAPPA G., *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Tomo II, Giuffrè, Milano, 1957, pag. 718.

Per una disamina più approfondita sul concetto di azienda come sistema e sulle caratteristiche del sistema azienda si veda FERRERO G., *Impresa e Management*, Giuffrè, Milano, 1980, pag. 5 e ss., AMADUZZI A., *L'azienda nel suo sistema e nei suoi principi*, UTET, Torino, 1992, pag. 18 e ss., CARAMIELLO C., *L'azienda, alcune brevi riflessioni introduttive*, Giuffrè, Milano, 1993, pag. 65 e ss. e CARNEVALE C., *La concezione sistemica dell'azienda*, in FABBRINI G.– MONTRONE A. (a cura di), *Economia Aziendale. I fondamenti della disciplina, Volume I*, Franco Angeli, Milano, 2006, pag. 73 e ss..

- le operazioni di scambio, che consistono nel collocare sul mercato i prodotti e/o servizi dell'azienda e comportano il conseguimento dei ricavi³.

Le operazioni di gestione che mettono in contatto l'azienda con l'ambiente in cui opera possono, inoltre, essere quantificate in termini monetari. I fatti di gestione esterna⁴, in particolare, possono essere analizzati secondo due dimensioni diverse ma complementari: quella economica e quella finanziaria. La dimensione economica analizza l'operazione di gestione con riguardo alla capacità dell'impresa di produrre ricchezza; la dimensione finanziaria considera le variazioni subite dalla massa monetaria a disposizione dell'impresa a seguito dello svolgersi delle operazioni di gestione⁵.

L'impresa, generalmente, prima di cedere a terze economie i suoi prodotti e/o i servizi deve acquisire e trasformare i fattori produttivi necessari. Pertanto, dato che nella generalità dei casi⁶ il sostenimento dei costi precede la realizzazione dei ricavi, ne consegue la necessità dell'impresa di procurarsi i mezzi finanziari necessari.

Nell'ambito dei fatti di gestione, dunque, si individua un'ulteriore tipologia di operazioni, quale quella delle operazioni di finanziamento che, logicamente, precede in termini di svolgimento tutte le altre. Qualsiasi impresa, infatti, per poter svolgere la propria attività necessita di capitali idonei a finanziare i processi di investimento⁷.

Nella figura 1.1 si descrive quanto precedentemente illustrato a proposito delle fasi della gestione aziendale.

L'ammontare delle risorse finanziarie necessarie all'impresa per realizzare le operazioni di gestione costituisce il cosiddetto *fabbisogno finanziario*. L'entità di tale fabbisogno, che secondo le teorie classiche è originato dallo sfasamento esistente fra pagamenti ed incassi, dipende innanzitutto dall'ammontare degli investimenti già effettuati dall'impresa, che

³ Cfr. RUBINO F.– RIJA M., *La gestione come sistema di operazioni e sistemi di valori*, in FABBRINI G.– MONTRONE A. (a cura di), *Economia Aziendale. I fondamenti della disciplina, Volume I*, Franco Angeli, Milano, 2006, pag. 347 e 350.

⁴ Per gestione esterna si intende l'insieme delle operazioni che mettono in contatto l'azienda con le terze economie. Cfr. *ivi* pag. 351.

⁵ Per un'analisi più approfondita sulle operazioni di gestione e sull'interazione tra l'area economica e quella finanziaria della gestione aziendale si veda INCOLLINGO A., *Il fabbisogno finanziario dell'impresa. Aspetti quantitativi e di politica aziendale*, Giuffrè, Milano, 1996, pag. 1 e ss. e RUBINO F.– RIJA M., *La gestione*, op. cit., pag. 345 e ss..

⁶ Si sottolinea che tale situazione non si verifica nelle imprese di assicurazione, la cui gestione è caratterizzata dall'*inversione del ciclo produttivo*. Contrariamente a quanto avviene nelle imprese degli altri settori, infatti, nell'impresa d'assicurazione i ricavi di vendita, ossia i premi, vengono conseguiti in via anticipata rispetto alle prestazioni fornite che producono le uscite.

Altra eccezione è rappresentata dalla grande distribuzione in cui i fornitori sono pagati generalmente tramite consistenti dilazioni mentre gli incassi delle vendite si realizzano in contanti.

⁷ Cfr. RUBINO F.– RIJA M., *La gestione*, op. cit., pag. 348.

coincide con il totale delle Attività dello Stato Patrimoniale, e dall'ammontare necessario per far fronte ai bisogni che sorgeranno man mano che la gestione si evolve.

Figura 1.1 – Le fasi della gestione



Fonte: Nostra elaborazione

A causa dello scarto temporale che esiste tra il momento di manifestazione dei costi e delle relative uscite finanziarie e il momento di conseguimento dei ricavi e delle relative entrate finanziarie, sorge la necessità di definire in via preliminare l'ammontare delle risorse finanziarie necessarie allo svolgimento dell'attività aziendale.

Generalmente, infatti, il ciclo finanziario⁸ inizia con il sostenimento dell'uscita connessa all'acquisizione dei fattori produttivi e si conclude con il conseguimento dell'entrata connessa alla vendita dei prodotti. In altri termini e in linea generale, il capitale acquisito tramite le operazioni di finanziamento è successivamente investito nei fattori produttivi⁹; attraverso la combinazione dei fattori acquistati si ottiene il prodotto che sarà successivamente ceduto a terze economie realizzando così il ritorno del capitale nella sua forma primitiva e permettendo all'azienda di rimborsare i finanziatori.

⁸ Si ricorda a tal proposito che la gestione aziendale può essere definita come un sistema di cicli. All'interno di esso è possibile individuare cicli di natura finanziaria e cicli di natura economica. Il ciclo finanziario fa riferimento al succedersi di uscite ed entrate connesse allo svolgimento delle operazioni di provvista e di scambio; il ciclo economico, invece, fa riferimento al susseguirsi di costi e ricavi connesi allo svolgimento delle operazioni di gestione. Cfr. GIUNTA F., *Appunti di Economia Aziendale*, Cedam, Padova, 1995 pag. 362 e ss.

⁹ Come afferma INCOLLINGO si realizza una trasformazione qualitativa del capitale monetario. Si veda INCOLLINGO A., *Il fabbisogno finanziario*, op. cit., pag. 38.

1.2 Il fabbisogno finanziario: caratteristiche e composizione

Al fine di riconoscere quali fonti di copertura siano idonee a fronteggiare il fabbisogno di finanziamento specifico dell'impresa è indispensabile individuare e analizzare le caratteristiche del fabbisogno stesso.

L'azienda attua, infatti, numerosi cicli produttivi, di natura anche diversa, e il fabbisogno finanziario assume, di conseguenza, connotazioni differenti. Esse, tuttavia, una volta individuate non rimangono invariate nel tempo. A causa dell'esigenza dell'azienda di porre in essere operazioni sempre nuove e diverse in modo da perdurare nel tempo in un contesto mutevole, infatti, il fabbisogno finanziario si adatta alle continue modifiche apportate al complesso degli investimenti aziendali¹⁰.

La prima questione da affrontare nell'analisi del fabbisogno finanziario è la definizione della sua entità in modo da evitare che la misura dei mezzi di finanziamento reperiti sia inferiore all'ammontare delle risorse finanziarie occorrenti. Gli elementi che incidono sulla misura del fabbisogno finanziario sono, da un lato, la dimensione dell'azienda e il livello di attività, elementi condizionati tra l'altro dalla tipologia dell'attività svolta e dalle condizioni ambientali, e dall'altro lato dal modo in cui sono espletate le diverse funzioni aziendali.

Altro elemento caratterizzante il fabbisogno è la durata, cioè il periodo di tempo in cui esso perdura. È necessario, infatti, che siano vincolate all'azienda, o che perlomeno si alternino nel tempo, fonti di finanziamento che assicurino la copertura integrale del fabbisogno nell'intero periodo di manifestazione¹¹.

Per individuare le caratteristiche del fabbisogno finanziario è possibile, inoltre, condurre l'analisi in un particolare istante della gestione aziendale oppure in uno specifico arco temporale della stessa.

Con riferimento ad un determinato istante, il fabbisogno finanziario è rappresentato dall'insieme delle risorse finanziarie investite in quel momento in azienda per lo svolgimento della sua attività. La sua composizione e la sua entità sono espresse dalla sezione sinistra dello Stato Patrimoniale. Tale analisi del fabbisogno finanziario fornisce però una visione statica dello stesso la quale esprime l'esigenza che, in qualunque istante della vita aziendale, l'ammontare dei mezzi investiti sia pari all'ammontare dei mezzi di finanziamento.

¹⁰ Cfr. GULISANO A., *Quantificare le esigenze finanziarie di un'azienda, una questione «complessa»*, in *Amministrazione e Finanza*, n. 15 e 16, 31 agosto 2007, pag. 37 e ss..

¹¹ Cfr. INCOLLINGO A., *Il fabbisogno finanziario*, op. cit., pag. 50 e ss. e ARGENZIANO R., *Il finanziamento delle imprese industriali*, Giuffrè, Milano, 1963, pag. 98.

Se l'arco temporale di riferimento per l'analisi del fabbisogno finanziario è, invece, un certo periodo di tempo, il fabbisogno in questione è individuato dall'insieme dei mezzi finanziari necessari a realizzare le diverse operazioni di investimento che si susseguono nello stesso periodo. Nell'accezione dinamica del fabbisogno l'ammontare delle entrate non solo deve essere almeno pari all'entità delle uscite, ma è necessario anche governare la sincronia fra le stesse in modo da evitare che le uscite di mezzi finanziari precedano le entrate.

Il fabbisogno finanziario, inoltre, presenta connotazioni differenti a seconda della fase di vita dell'azienda. Nella fase di costituzione, infatti, il fabbisogno di finanziamento, definito *fabbisogno in sede di impianto o non corrente*, è quasi sempre elevato a causa sia degli ingenti investimenti, soprattutto durevoli, da sostenere affinché l'azienda possa dotarsi della struttura produttiva di base e sia perché le entrate per ricavi sono ancora inesistenti.

Nella fase immediatamente successiva incomincia a manifestarsi il flusso delle entrate per ricavi e il fabbisogno, definito *fabbisogno in sede di funzionamento*, si presenta estremamente mutevole essendo espresso dall'ammontare dei mezzi finanziari necessari, durante il normale svolgimento della gestione, al fine di fronteggiare «l'asincronia di manifestazione tra entrate ed uscite relative a ricavi e costi»¹².

La natura e le caratteristiche del fabbisogno finanziario possono, inoltre, essere individuate analizzando dal profilo finanziario gli investimenti che l'azienda intende realizzare. Si è già detto, infatti che, in un dato istante della vita dell'impresa, il fabbisogno finanziario è sintetizzato dal capitale di funzionamento evidenziato nello Stato Patrimoniale, cioè dagli investimenti già compiuti e in attesa di realizzo.

In particolare, anche se si è definito il fabbisogno finanziario come un'entità continuamente variabile nel tempo, con riferimento alla classificazione degli investimenti in investimenti duraturi, investimenti a rapido rigiro e investimenti a breve durata, è possibile affermare che il fabbisogno finanziario dell'impresa presenta natura composita nell'ambito della quale si può individuare¹³:

- una parte costante o duratura, ossia il fabbisogno durevole diretto a fronteggiare gli investimenti duraturi e gli investimenti a rapido rigiro¹⁴ e costituisce il livello al di sotto del quale il fabbisogno non può scendere;

¹² Si veda INCOLLINGO A., *Il fabbisogno finanziario*, op. cit., pag. 42.

¹³ Cfr. GUATRI L., *Investimenti e politiche finanziarie delle aziende industriali*, Giuffrè, Milano, 1982, pag. 4 e ONIDA P., *Economia d'azienda*, op. cit., pag. 409.

¹⁴ Per investimenti duraturi s'intendono gli impieghi di capitale che richiedono tempi lunghi (superiori all'anno) per tornare in forma liquida (immobilizzazioni tecniche e finanziarie). Gli investimenti a rapido rigiro, invece, rappresentano gli impieghi di capitale che richiedono tempi brevi per tornare in forma liquida ma che sono

- una parte variabile o temporanea, ossia il fabbisogno fluttuante necessario per far fronte agli investimenti di breve durata¹⁵ e alle oscillazioni temporanee degli investimenti a rapido rigiro¹⁶.

Sul fabbisogno finanziario dell'impresa incidono, pertanto, diverse variabili quali le operazioni di investimento e di alienazione delle immobilizzazioni, il livello delle scorte, il livello di liquidità, le condizioni di pagamento applicate ai clienti e quelle stabilite con i fornitori.

1.3 La copertura del fabbisogno finanziario: il sistema dei finanziamenti

Il fabbisogno finanziario, come si è già detto, può derivare da un incremento delle Attività, a seguito della realizzazione di nuovi investimenti (siano essi fissi, immateriali o in capitale circolante) oppure può derivare dal decremento delle Passività, originato da una riduzione del capitale netto per perdite o distribuzione di utili o ancora al rimborso di finanziamenti. Una volta individuato e quantificato il fabbisogno finanziario, l'impresa può decidere di contenerlo oppure può adoperarsi al fine di procacciare le fonti di finanziamento più consone alla sua copertura¹⁷.

Il fabbisogno di finanziamento può essere ridotto quando è adattabile, cioè quando le caratteristiche dello stesso possono essere modificate in modo tempestivo ed economico. Il soggetto economico deve, pertanto, perseguire la riduzione del fabbisogno finanziario senza compromettere l'andamento della gestione e lo sviluppo dell'impresa stessa. Il contenimento del fabbisogno in questione può realizzarsi, ad esempio, migliorando l'efficienza dei processi

costantemente presenti in un'azienda funzionante (ad esempio le scorte di magazzino). Cfr. GIUNTA F., *Appunti*, op. cit., pag. 366 e ss..

¹⁵ Gli investimenti di breve durata consistono in impieghi di capitale destinati a tornare in forma liquida entro un breve lasso di tempo. Cfr. GIUNTA F., *Appunti*, op. cit., pag. 366 e ss..

¹⁶ Per una disamina più approfondita del fabbisogno finanziario espresso dalle immobilizzazioni e di quello espresso dall'attivo circolante si veda PASTORE P., *Le condizioni di equilibrio finanziario dell'impresa. Fabbisogno di finanziamento e forme di copertura*, in FABBRINI G. – MONTRONE A. (a cura di), *Economia Aziendale*, op. cit., pag. 444 e ss..

¹⁷ In realtà, la determinazione del fabbisogno di finanziamento non precede la ricerca di idonee forme di copertura dello stesso. Si ricorda, infatti, che il capitale rappresenta un fattore produttivo a tutti gli effetti. Esso si affianca a tutti gli altri fattori necessari per realizzare le operazioni di gestione. Nel definire il fabbisogno del fattore capitale, pertanto, bisogna tener conto del fabbisogno dei restanti fattori produttivi, ma allo stesso tempo il fabbisogno di capitale condiziona il fabbisogno degli altri fattori produttivi. Pertanto, la copertura del fabbisogno complessivo, quindi anche del fabbisogno di capitale, rappresenta un momento unitario nell'ambito del quale la copertura e la riduzione del fabbisogno rappresentano due azioni diverse dal punto di vista logico, ma complementari e interdipendenti. Cfr. INCOLLINGO A., *Il fabbisogno finanziario*, op. cit., pag. 85 e ss. e FERRERO G., *Finanza aziendale*, Giuffrè, Milano, 1981, pag. 16.

produttivi, riducendo il ciclo acquisti-produzione-vendite, ottenendo dilazioni di pagamento di maggiore durata da parte dei fornitori e riducendo il periodo di dilazione concesso ai clienti¹⁸.

È possibile, inoltre, far fronte al fabbisogno di finanziamento attraverso il reperimento di adeguate fonti finanziarie. In tal modo alla struttura degli investimenti si contrappone la struttura delle fonti e si configura la struttura finanziaria dell'azienda.

Nello scegliere le fonti attraverso le quali coprire in modo ottimale il fabbisogno finanziario devono tenersi in considerazione diversi elementi come le caratteristiche delle diverse forme di finanziamento, la situazione economica e finanziaria dell'impresa e gli effetti economici e finanziari delle scelte di indebitamento¹⁹.

La scelta delle forme di finanziamento deve essere effettuata tenendo conto che non è possibile stabilire relazioni dirette tra singolo finanziamento e singolo investimento. Attraverso le fonti, infatti, si finanzia l'intera impresa e nel definire la combinazione delle forme di finanziamento necessarie si deve tener conto della visione unitaria dell'attività aziendale²⁰. In particolare, l'impresa deve tenere conto che ciascun finanziamento ottenuto deve presentare caratteristiche tali, che combinandosi con quelle degli altri finanziamenti, permettano di sostenere l'insieme degli investimenti effettuati dalla stessa. Nello scegliere e nel combinare le diverse forme di finanziamento si deve tenere presente che l'obiettivo dell'impresa è quello di ottenere i mezzi necessari per produrre ricchezza nel tempo, da cui dipende, a sua volta, la capacità dell'impresa di ottenere credito²¹.

Il sistema delle fonti deve, inoltre, essere strutturato in modo da rendere possibile, prontamente e convenientemente, l'adeguamento e l'espansione del volume dei finanziamenti a seconda dei bisogni della gestione. In altri termini, al fine di disporre in qualsiasi momento dei necessari mezzi liquidi, il sistema delle fonti deve essere elastico e variabile²². Il fabbisogno finanziario, infatti, a causa di circostanze legate alle modalità di svolgimento dell'attività di produzione dell'impresa e/o alle variabili di mercato in cui l'azienda opera, è mutevole sia a livello qualitativo che quantitativo. Le circostanze interne e d'ambiente, in particolare, influiscono sugli elementi che determinano la scelta delle fonti di finanziamento, quali il costo e le modalità di vincolo e di approvvigionamento delle differenti forme di

¹⁸ Cfr. INCOLLINGO A., *Il fabbisogno finanziario*, op. cit., pag. 75 e ss..

¹⁹ Cfr. ALOI F., *Le decisioni di finanziamento*, in *PMI*, n. 7, luglio 2004, pag. 44 e 45.

²⁰ Cfr. ZAPPA G., *Le produzioni*, op. cit., pag. 740 e FERRERO G., *Le analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano, 1981, pag. 117.

²¹ Una buona situazione economica, cioè l'attitudine dell'impresa a svolgere profittevolmente la sua attività nell'interesse del soggetto economico e di tutti coloro che hanno interessi nell'azienda, rappresenta la principale garanzia per il finanziatore circa la capacità dell'impresa di restituire quanto ricevuto. A tal proposito si veda ZAPPA G., *Le produzioni*, op. cit., pag. 741.

²² Cfr. ONIDA P., *Economia*, op. cit., pag. 410.

capitale. Al fine di adeguare il volume dei finanziamenti ai bisogni della gestione, inoltre, l'impresa deve disporre di opportuni margini di manovra sul fronte della raccolta dei finanziamenti. La struttura finanziaria deve, pertanto, essere elastica in modo da fronteggiare la variabilità del fabbisogno finanziario e la conseguente necessità di reperire tempestivamente le risorse finanziarie²³. Il sistema dei finanziamenti, inoltre, deve essere tale da permettere non solo una ulteriore capacità di credito dell'impresa, ma anche di modificare, entro tempi ragionevoli, la composizione della massa dei finanziamenti. In altri termini, se, in relazione alle nuove esigenze della gestione, determinate forme di capitale si ritengono più adeguate rispetto a quelle già a disposizione dell'azienda, il sistema dei finanziamenti deve essere elastico e adattabile in modo da permettere la sostituzione delle stesse. L'elasticità e l'adattabilità della struttura dei finanziamenti, tuttavia, non implicano solo la capacità dell'impresa di aumentare, in modo tempestivo e non eccessivamente oneroso, i capitali a sua disposizione, ma anche la possibilità di ridurre volontariamente i finanziamenti. Fattore determinante a tal proposito è la durata del vincolo del finanziamento; infatti, se la fonte è destinata a rimanere vincolata all'impresa si caratterizza per una minore elasticità in quanto risulta non facilmente comprimibile se non a costi elevati²⁴.

1.4 Le fonti di finanziamento

In relazione alle caratteristiche del fabbisogno finanziario l'impresa deve reperire capitali a diversa scadenza e con differenti modalità di vincolo.

Le risorse finanziarie occorrenti per lo svolgimento della gestione aziendale possono provenire da fonti interne ed esterne a seconda che si faccia ricorso a finanziamenti propri o a finanziamenti di terzi.

I finanziamenti propri sono capitali conferiti dal soggetto o dai soggetti che costituiscono o promuovono l'impresa²⁵. Si tratta di capitali apportati sia al momento della costituzione dell'azienda che in momenti successivi e acquisiti con vincolo di pieno rischio, nel senso che sono sottoposti integralmente alle sorti dell'azienda e operano come garanzia nei confronti dei terzi. Essi si caratterizzano, pertanto, per il più elevato grado di stabilità nell'economia

²³ Cfr. BRUGGER G., *Le decisioni finanziarie*, in PIVATO G. (a cura di), *Trattato di finanza aziendale*, Franco Angeli, Milano, 1990, pag. 910 e ss..

²⁴ Cfr. INCOLLINGO A., *Il fabbisogno finanziario*, op. cit., pag. 84 e ss..

²⁵ Si parla anche di apporto di capitale. Nel caso di imprese individuali gli apporti finanziari a titolo di capitale proprio sono operati dall'imprenditore, nel caso di società dai soci.

dell'impresa. Il capitale proprio, infatti, presenta una scadenza temporale indefinita essendo investito durevolmente in azienda per un periodo commisurato alla vita dell'impresa.

Le fonti di capitale proprio sono presenti in ogni impresa qualunque sia la sua veste giuridica. Nelle società si distingue fra:

- capitale sociale, conferito dai soci al momento della costituzione dell'impresa e comunque, ogni qualvolta che la vita dell'impresa lo richiede. È frazionato in quote rappresentative di una parte di esso che sono assegnate ai soci in proporzione al capitale sottoscritto;
- fondi di riserva o parti ideali del Netto, costituiti trattenendo nell'impresa i profitti conseguiti e non²⁶.

Nell'azienda individuale, invece, le fonti interne assumono la denominazione di capitale (o patrimonio) netto il quale consiste in una massa indistinta in cui conferimento iniziale, ulteriori conferimenti e utili non distribuiti si confondono. Questa minore analiticità informativa risiede nel fatto che nelle imprese individuali la responsabilità del titolare è personale e piena. In altri termini, le obbligazioni contratte dall'azienda sono garantite dall'imprenditore individuale e non dal capitale dell'impresa²⁷.

Nell'ambito delle fonti di finanziamento interne rientra, inoltre, il cosiddetto *risparmio di impresa o autofinanziamento*. Si tratta di ricchezza prodotta dall'impresa che resta nel complesso aziendale consolidando i mezzi propri. L'autofinanziamento, a differenza degli apporti di capitale proprio, non si realizza in un istante preciso ma deriva da un processo continuo²⁸. Esso, infatti, consiste in un processo economico tramite il quale l'azienda accantona (cioè trattiene presso di sé) ricchezza generata al proprio interno dalle operazioni di gestione. In particolare, a formare l'autofinanziamento concorrono:

- gli *accantonamenti di utili lordi*, cioè l'accantonamento di ricchezza "lorda" espressa dai ricavi conseguiti durante l'esercizio a seguito di operazioni di scambio. Gli accantonamenti in oggetto si effettuano tramite la costituzione di fondi alimentati da costi che sono espressione di ricchezza consumata i cui effetti si rileveranno in futuro. Per tale ragione si parla di autofinanziamento da costi. In particolare, si definiscono *accantonamenti per poste di correzione* quelli effettuati a seguito di rilevazioni contabili che rettificano il valore delle immobilizzazioni e dei crediti iscritti nell'attivo

²⁶ Cfr. GIUNTA F., *Appunti*, op. cit., pag. 54 e 55 e PASTORE P., *Le condizioni*, op. cit., pag. 454 e 456.

²⁷ Cfr. GIUNTA F., *Appunti*, op. cit., pag. 58.

²⁸ Cfr. CAMPANINI C.– CAPODAGLIO G., *Introduzione all'Economia Aziendale*, CLUEB, Bologna, 1988, pag. 128.

dello Stato Patrimoniale²⁹, e *accantonamenti per riserve di provvisione* quelli costituiti al fine di fronteggiare costi presunti o perdite e debiti che, al momento della redazione del bilancio, sono in corso di formazione. Si tratta di accantonamenti effettuati in sede di assestamento per rilevare costi che non presentano una manifestazione finanziaria o la cui manifestazione è certa ma l'ammontare e la data della stessa è indeterminata³⁰. Attraverso tali accantonamenti una parte della ricchezza lorda non concorre alla formazione del reddito d'esercizio e rimane a disposizione dell'azienda per essere reinvestita soddisfacendo il fabbisogno finanziario senza ricorrere a mezzi di terzi. Gli accantonamenti di utili lordi rappresentano, pertanto, risorse finanziarie che rigenerano il capitale e che possono finanziare gli investimenti. Essi danno origine al cosiddetto autofinanziamento improprio, cioè al fenomeno finanziario capace di migliorare il rapporto tra investimenti e mezzi finanziari;

- *accantonamenti di utili netti*, cioè l'accantonamento di ricchezza "netta" prodotta dall'impresa e che si decide di non distribuire tra i soci. Si parla di ricchezza netta in quanto trova espressione nella differenza tra ricavi e costi; in altri termini, si tratta di accantonamenti effettuati successivamente alla determinazione del reddito d'esercizio. La parte di utile non distribuita ai soci accresce in maniera durevole la consistenza del patrimonio netto aziendale investito³¹. Questa tipologia di accantonamenti, comportando un aumento del capitale conferito, da un lato tutela l'attività dell'impresa dal rischio realizzando la cosiddetta autoassicurazione, proteggendo cioè il capitale dell'impresa da imprevisti oneri futuri³², dall'altro realizza il cosiddetto autofinanziamento proprio, l'azienda, infatti, trattenendo utili netti alimenta

²⁹ Le rettifiche di valore delle immobilizzazioni e dei crediti iscritti nell'attivo dello Stato Patrimoniale (nello specifico si tratta di ammortamenti e svalutazioni) sono accolte nei Fondi ammortamenti e nei Fondi svalutazione.

³⁰ Un esempio di costi che non presentano una manifestazione finanziaria è rappresentato dall'ammortamento. Attraverso l'ammortamento (accantonamento per poste correttive) si controbilanciano i costi già sostenuti dall'azienda al momento dell'acquisto del bene strumentale e che quindi si sono già abbattuti sul patrimonio della stessa. Se non si effettuassero gli ammortamenti la ricchezza riaffluita in azienda tramite la cessione sul mercato dei beni e/o servizi realizzati tramite l'impiego delle immobilizzazioni acquisite a tale scopo dall'azienda, concorrerebbe a formare l'utile da distribuire. In siffatta situazione si distribuirebbe anche il capitale rappresentato dal valore degli impianti.

L'Indennità TFR rappresenta, invece, un esempio di costi la cui manifestazione finanziaria è presunta e futura. Tralasciando le considerazioni che derivano dalla attuazione della riforma del TFR, si precisa che quando si effettua un accantonamento di ricchezza per fronteggiare eventi dannosi di futura e incerta manifestazione (accantonamento per provvisione) si attua, in via momentanea, un incremento della consistenza patrimoniale dell'impresa. Tale aumento della massa patrimoniale dell'impresa diventa definitivo se l'evento dannoso non si verifica.

³¹ Nelle società tale accantonamento si traduce nella formazione di fondi di riserva; nelle aziende individuali comporta, invece, un aumento indistinto del patrimonio netto.

³² Eventuali perdite future connesse all'andamento sfavorevole dell'attività aziendale (rischio di risultati economici negativi) saranno assorbite dalle riserve precostituite attraverso gli accantonamenti di utili netti.

autonomamente, cioè senza ricorrere ad ulteriori finanziamenti, sia a titolo di capitale di rischio sia a titolo di capitale di credito, gli investimenti necessari allo svolgimento delle gestione³³. In altri, termini, la ritenzione di utili esprime la capacità dell'impresa di sostenere il proprio sviluppo attraverso la copertura del fabbisogno finanziario con le risorse finanziarie generate dal normale svolgimento delle operazioni di gestione³⁴. L'autofinanziamento da utili netti, essendo originato dall'impresa, costituisce «la più autentica forma interna di finanziamento, ancora più propria di quanto possa essere il capitale sociale³⁵».

L'autofinanziamento genera vantaggi:

- di natura economica, in quanto a differenza dei debiti non comporta il sostenimento di oneri;
- di natura finanziaria, in quanto non richiedono tempi di rimborso;
- di carattere politico, legati al superamento di quei vincoli che il mercato pone all'azienda nel momento in cui si richiede un finanziamento esterno.

Tuttavia, l'autofinanziamento, essendo dipendente dalla formazione di un risultato economico positivo non consente di sopperire a fabbisogni finanziari che si manifestano in un preciso istante di tempo ed, inoltre, presuppone una gestione attiva³⁶.

Le risorse finanziarie interne a disposizione dell'impresa da sole non sono sufficienti a sostenere nel tempo l'attività svolta dall'impresa. Di solito, l'impresa non dispone, in ogni momento e nella giusta quantità, dei capitali necessari per fronteggiare il suo fabbisogno. La disponibilità del capitale proprio è, infatti, limitata dall'esistenza di tre tipi di vincoli:

- 1) vincoli di mercato, cioè l'assenza di un adeguato mercato di capitali che impedisce, soprattutto alle piccole e medie imprese, l'incremento del capitale proprio;
- 2) vincoli di rischio, che dipendono dalle scelte effettuate dagli investitori e dalle capacità finanziarie ed economiche dell'impresa;

³³ In alcuni casi l'autofinanziamento non è realizzato tramite la formazione di utili ma mediante manovre occulte che agiscono sul valore delle attività e delle passività e contrastando il principio della rappresentazione veritiera e corretta della situazione aziendale. Costituendo delle riserve occulte si può:

- annacquare il capitale, sopravvalutando l'utile o occultando le perdite; in altri termini si aumentano le attività o si diminuiscono le passività;
- saturare il capitale, sottovalutando l'utile aumentando le passività e diminuendo le attività.

³⁴ L'impresa può scegliere di trattenere gli utili per migliorare il rapporto tra mezzi propri e mezzi di terzi, per sostenere programmi di espansione aziendale, per ridurre il ricorso al capitale di credito e migliorare, di conseguenza, l'elasticità della gestione, perché non ha la possibilità di aumentare il capitale proprio, per garantire dividendi relativamente stabili nel tempo.

³⁵ Si veda GIUNTA F., *Appunti*, op. cit., pag. 57.

³⁶ Cfr., tra gli altri, ALOI F., *Le decisioni*, op. cit., pag. 44.

3) vincoli personali, che dipendono dall'avversione dei soci a modificare l'assetto proprietario³⁷.

Di conseguenza, si rende necessario il ricorso a fonti esterne di capitale ossia al capitale di credito.

Il capitale di credito comprende le operazioni di finanziamento negoziate sul mercato con soggetti esterni all'impresa (fornitori, banche, risparmiatori, ecc.) e la sua acquisizione comporta il sorgere di debiti che devono essere rimborsati. In particolare si tratta di:

- debiti di funzionamento o di regolamento, quali i crediti di fornitura, rappresentati dalle dilazioni di pagamento accordate dai fornitori dell'impresa;
- debiti di finanziamento in cui l'oggetto del rapporto di finanziamento è il denaro in quanto tale.

I debiti in relazione alla loro scadenza si distinguono in debiti a breve (fino a 12 mesi), a medio termine (fino a 5 anni) e a lungo termine (oltre i 5 anni). Il fabbisogno finanziario corrente o di esercizio è soddisfatto dai debiti di funzionamento e dai debiti di finanziamento a breve termine. I finanziamenti a media e lunga scadenza, invece, concorrono insieme al capitale di rischio al finanziamento del fabbisogno consolidato.

Sia i debiti di finanziamento che di debiti di funzionamento sono soggetti al rischio d'impresa indirettamente e in modo limitato. In caso di cessazione aziendale, infatti, si estinguono innanzitutto le obbligazioni sociali contratte con i terzi e solo in seguito si rimborsano le quote ai soci. Il capitale di terzi, pertanto, subisce il rischio d'impresa solo dopo che il capitale proprio è stato interamente intaccato³⁸.

Il ricorso al capitale di credito, tuttavia, rende l'impresa più vulnerabile di fronte ad un'imprevista situazione di deterioramento della sua redditività e della sua liquidità. L'acquisizione di capitale di credito comporta, infatti, l'assunzione, da parte di chi riceve il finanziamento, dell'obbligo di restituzione del capitale alla data prestabilita e secondo le modalità pattuite oltre all'obbligo di remunerazione del capitale sotto forma di interessi indipendentemente dai risultati di gestione conseguiti. L'impresa, pertanto, oltre a rimborsare l'intero capitale preso a prestito deve corrispondere a titolo di remunerazione gli interessi calcolati sullo stesso capitale. Il capitale da rimborsare, di conseguenza, è maggiore rispetto a quello che inizialmente è affluito all'impresa e si verifica un consumo addizionale di risorse necessario per far fronte al pagamento degli interessi passivi. Da un punto di vista finanziario, pertanto, l'indebitamento presso terzi, a parità di fondi acquisiti, dà luogo ad uscite più

³⁷ Cfr. GIUNTA F., *Appunti*, op. cit., pag. 374 e 375.

³⁸ Cfr. *ivi* pag. 58 e PASTORE P., *Le condizioni*, op. cit., pag. 465.

consistenti rispetto alla sottoscrizione di mezzi propri. Per le fonti interne, infatti, non è previsto né l'obbligo di restituzione né l'obbligo di remunerazione essendo la loro remunerazione possibile solo se i risultati ottenuti dallo svolgimento dell'attività di produzione eccedono le risorse impiegate³⁹.

1.5 L'analisi della situazione patrimoniale e finanziaria dell'impresa

L'impresa per perdurare nel tempo in un contesto mutevole deve svilupparsi in base a condizioni che consentano uno svolgimento armonico ed efficiente della gestione rispetto al fine che la caratterizza. Tali condizioni si definiscono di equilibrio e riguardano, da un lato, la capacità di reintegrare con i ricavi d'esercizio tutti i correlativi costi (compresi gli oneri figurativi) lasciando un adeguato margine di profitto (equilibrio economico), dall'altro, la capacità di far fronte in qualsiasi momento al flusso delle uscite con il flusso delle entrate (equilibrio finanziario)⁴⁰.

Un'impresa è in equilibrio finanziario quando è in grado, con i mezzi monetari a propria disposizione, di fronteggiare i fabbisogni finanziari generati dalle operazioni di gestione. L'equilibrio finanziario, tuttavia, è una condizione anche e soprattutto di ordine temporale nel senso che non è sufficiente che l'entrate siano pari o superiori alle uscite, piuttosto è indispensabile che in ogni istante l'entità delle entrate sia tale da coprire le uscite. Ciò significa che l'impresa deve essere in grado di coprire il fabbisogno finanziario nel preciso momento in cui esso si manifesta.

È bene sottolineare, inoltre, che il raggiungimento dell'equilibrio finanziario rappresenta un'esigenza più stringente rispetto al raggiungimento dell'equilibrio economico. Nel breve termine l'impresa, infatti, non deve necessariamente raggiungere l'equilibrio economico⁴¹,

³⁹ Cfr. GIUNTA F., *Appunti*, op. cit., pag. 69 e ss. e PASTORE P., *Le condizioni*, op. cit., pag. 466.

⁴⁰ Cfr. MONTRONE A., *Elementi di metodologia e determinazioni quantitative d'azienda*, Franco Angeli, Milano, 2000, pag. 179.

⁴¹ È possibile, infatti, che l'impresa alla fine di un periodo amministrativo rilevi una perdita. Tuttavia l'equilibrio economico deve essere valutato con riferimento al medio-lungo termine. La gestione è, infatti, un sistema di processi collegati nel tempo e nello spazio. Alla fine del periodo amministrativo la gestione non si arresta e il reddito rilevato alla fine di esso è collegato ai risultati degli esercizi precedenti e a quelli futuri. Nel valutare l'equilibrio economico, pertanto, si deve fare riferimento ad un orizzonte che comprenda più periodi amministrativi anche se bisogna riconoscere che non si può ignorare ciò che si verifica nei singoli esercizi. Per una disamina più approfondita sulle condizioni di equilibrio economico si veda GIUNTA F., *Appunti*, op. cit., pag. 333 e ss. e MONTRONE A., *L'economicità e le condizioni di equilibrio economico dell'impresa*, in FABBRINI G.– MONTRONE A. (a cura di), *Economia Aziendale*, op. cit., pag. 403 e ss..

mentre deve trovarsi in ogni momento della sua vita in condizioni di equilibrio finanziario⁴². Tuttavia, si osserva che se l'azienda si trova in condizioni di equilibrio finanziario dispone, in modo tempestivo ed economico, delle somme necessarie a fronteggiare le uscite senza dover sopportare ulteriori oneri, favorendo il raggiungimento della condizione di equilibrio economico.

Una volta raggiunte le condizioni di equilibrio non si può pretendere di continuare a svolgere la gestione ripetendo quegli stessi comportamenti. In economia aziendale, infatti, l'equilibrio non è uno stato di quiete, ma deve essere inteso in una accezione dinamica tale da assicurare all'impresa uno sviluppo armonico.

A tal proposito uno strumento efficace per controllare che continuino a sussistere le condizioni che assicurano il raggiungimento dell'equilibrio è fornito dal sistema di analisi di bilancio⁴³. Nel prosieguo si intende richiamare, pertanto, la letteratura aziendalistica in materia di analisi del bilancio per indici⁴⁴.

La dottrina aziendalistica, considerando che l'analisi dei soli indici relativi alla struttura finanziaria di un'impresa non consente di esprimere un giudizio complessivo sulle sue condizioni di generale equilibrio nel medio-lungo termine, esorta a leggere gli indici solo dopo averli collocati in un sistema coordinato in grado di esplicitare le relazioni esistenti tra la gestione finanziaria, la gestione patrimoniale e quella economica. Ferrero sottolinea, inoltre, che l'analisi di bilancio, tuttavia, non consente da sola di esprimere un giudizio dettagliato sulla struttura finanziaria dell'impresa bensì rappresenta un punto di partenza per condurre indagini successive⁴⁵.

Partendo dagli schemi di bilancio previsti dalla normativa civilistica⁴⁶, si procede, pertanto, alla riclassificazione delle poste dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico con lo scopo di costruire gli indicatori che consentono di comprendere la situazione finanziaria, patrimoniale ed economica dell'azienda.

⁴² Cfr. GIUNTA F., *Appunti*, op. cit., pag. 362 e ss..

⁴³ Cfr. MONTRONE A., *Elementi*, op. cit., pag. 181.

⁴⁴ Sull'analisi di bilancio si vedano: CECCHERELLI A., *Il linguaggio dei bilanci*, Le Monnier, Firenze 1970; CATTANEO M., *Analisi finanziaria e di bilancio*, Etas Libri, Milano 1973; CODA V.– BRUNETTI G.– BERGAMIN BARBATO M., *Indici di bilancio e flussi finanziari*, Etas Libri, Milano 1974; AMADUZZI A.– PAOLONE G., *I bilanci di esercizio delle imprese*, Utet, Torino 1986; SOSTERO U.– FERRARESE P., *Analisi di bilancio*, Giuffrè Editore, Milano 2000; CARAMIELLO C.–LAZZARO F.–FIORI G., *Indici di bilancio. Strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, Giuffrè Editore, Milano 2003; FERRERO G.– DEZZANI F.– PISONI P.– PUDDU L., *Le analisi di bilancio. Indici e flussi*, Giuffrè Editore, Milano 2003.

⁴⁵ Cfr. FERRERO G., *Le analisi*, op. cit., pag. 120.

⁴⁶ Per approfondimenti sugli aspetti strutturali del bilancio si rimanda a TERZANI S., *Il sistema dei bilanci*, Franco Angeli, Milano, 2002, pag. 29 e ss. e MUSAIO A., *La struttura, il contenuto e la forma del bilancio d'esercizio*, in FABBRINI G.– MUSAIO A. (a cura di), *Contabilità e bilancio. Fondamenti e disciplina*, F. Angeli, Milano, 2004, pag. 207 e ss..

Al fine di poter esprimere un giudizio sull'assetto finanziario dell'impresa si concentra l'attenzione sulle poste dello Stato Patrimoniale e sulla riclassificazione dello stesso in base al criterio fondato sul diverso grado di liquidità o liquidabilità degli elementi patrimoniali.

Applicando il criterio in questione le poste dell'attivo sono aggregate e ordinate in base alla loro differente attitudine a trasformarsi in denaro in tempi brevi o medio-lunghi. I due principali aggregati sono:

- *l'attivo circolante o disponibilità*, formato dagli impieghi che sono facilmente realizzabili, senza subire perdite significative, in tempi più o meno brevi (convenzionalmente entro la durata del periodo amministrativo). All'interno dell'aggregato in questione si individuano poi le liquidità immediate, quelle differite e le disponibilità in senso stretto⁴⁷;
- *l'attivo fisso o immobilizzazioni*, formato dagli investimenti che non possono essere prontamente trasformati in moneta senza subire gravi perdite. Le immobilizzazioni si suddividono, inoltre, in immobilizzazioni tecniche (materiali e immateriali) e immobilizzazioni finanziarie⁴⁸.

Per ottenere significative informazioni sulla situazione finanziaria dell'impresa in funzionamento è necessario rapportare le voci riclassificate dell'attivo con gli aggregati del passivo e del netto. Infatti, non si può esprimere un giudizio sulle condizioni di equilibrio con riferimento alla struttura dell'attivo senza tenere conto delle modalità tramite le quali sono finanziati gli investimenti.

In ogni caso, per ottenere degli aggregati raffrontabili a quelli dell'attivo è necessario procedere alla riclassificazione delle poste del passivo e del netto.

Le poste del passivo possono essere riclassificate secondo il criterio del tempo di permanenza nell'economia dell'impresa⁴⁹.

In base a tale criterio, nel riclassificare le poste del passivo e del netto si individuano i seguenti aggregati:

⁴⁷ Le liquidità immediate sono gli investimenti già in forma monetaria come il denaro in cassa, la disponibilità sul conto corrente bancario, ecc.. Le liquidità differite sono costituite, invece, da investimenti non liquidi in attesa di realizzo che si presume avvenga in tempi brevi, come i crediti a breve termine verso clienti o verso altri soggetti. Le disponibilità in senso stretto sono investimenti da impiegare nel processo di produttivo e che si trasformeranno in mezzi monetari quando il bene ottenuto dall'attività di produzione sarà venduto (ad esempio le rimanenze di materie prime, di merci, di prodotti finiti).

⁴⁸ Le immobilizzazioni tecniche rappresentano la struttura operativa dell'impresa; a seconda se esse presentano o meno il requisito della materialità si distinguono in immobilizzazioni materiali (ad esempio impianti, macchinari, fabbricati, ecc.) e immateriali (ad esempio brevetti, marchi, software, ecc.). Le immobilizzazioni finanziarie sono, invece, impieghi durevoli a carattere finanziario, come ad esempio i crediti di finanziamento a medio-lungo termine.

⁴⁹ Questo criterio di classificazione delle fonti di finanziamento è secondo CARAMIELLO, fra i diversi disponibili, il più adatto per analizzare la gestione dal punto di vista economico-finanziario. Cfr. CARAMIELLO C., *Indici di bilancio: strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, Ipsoa, Milano, 1993, pag. 50.

- *le capitalizzazioni*: aggregato che comprende tutte le poste che si riferiscono al capitale di rischio essendo la fonte che presenta il più elevato grado di stabilità nell'economia dell'impresa;
- *le esigibilità o passività correnti*: questo aggregato comprende le fonti finanziarie che saranno estinte entro l'esercizio (ad esempio debiti verso fornitori, debiti verso banche di breve durata);
- *le redimibilità o passività consolidate*: aggregato che include le fonti finanziarie che si ritengono idonee a coprire i fabbisogni di lunga durata dato che la loro scadenza si protrae oltre l'esercizio (ad esempio mutui, prestiti obbligazionari, debiti per trattamento di fine rapporto)⁵⁰.

Analizzando le relazioni che sussistono tra i valori di investimento e quelli di finanziamento è possibile esprimere un giudizio sulla capacità del finanziamento di coprire un determinato fabbisogno.

Sulla base dei dati di bilancio riclassificati e con riferimento alla struttura delle fonti di finanziamento e degli investimenti dell'impresa è possibile, pertanto, valutare due aspetti fondamentali dell'impresa:

- *la solvibilità*, cioè la capacità dell'impresa di soddisfare il fabbisogno finanziario a breve tempestivamente e con attività liquide o prontamente liquidabili;
- *la solidità strutturale*, ossia la capacità dell'impresa di soddisfare in ogni momento, in modo tempestivo ed efficiente il fabbisogno finanziario senza compromettere l'equilibrio economico della gestione nel medio-lungo termine.

Dal confronto fra disponibilità ed esigibilità si ottengono gli elementi per esprimere un giudizio, seppure approssimativo, sulla solvibilità dell'impresa, ossia sulla struttura patrimoniale-finanziaria adottata dall'impresa nel breve termine.

In particolare, la differenza tra l'attivo circolante (o capitale circolante lordo, pari alla somma delle liquidità, immediate e differite, e delle disponibilità in senso stretto) e le passività a breve fornisce valide e sintetiche indicazioni sulla situazione patrimoniale e finanziaria dell'impresa⁵¹.

Tale indicatore corrisponde al *capitale circolante netto* (CCN) ed è pari alla seguente somma algebrica:

⁵⁰ Per tali poste è necessario distinguere la parte corrente da quella a più lunga scadenza. Così facendo, cioè riclassificando in modo corretto le voci del passivo in base al tempo in cui si verificherà l'uscita, la parte di debito da rimborsare nell'esercizio finisce nelle esigibilità e la parte di debito da restituire in tempi che si protraggono oltre l'esercizio deve essere, invece, riportata nelle redimibilità.

⁵¹ Cfr. MONTRONE A., *Elementi*, op. cit., pag. 214 e BRUGGER G., *La dinamica finanziaria dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 1980, pag. 38.

$$\text{CCN} = \text{L} + \text{D} - \text{E}$$

dove

L: liquidità

D: disponibilità

E: esigibilità

L + D: capitale circolante lordo (CCL)

Esso esprime il grado di impiego delle attività correnti nella copertura degli impegni finanziari di breve durata e può assumere qualsiasi valore sia positivo che negativo.

Un valore positivo del capitale circolante netto indica che l'impresa è in grado di coprire gli impegni a breve con gli impieghi facilmente realizzabili e rappresenta una primordiale e approssimata misura della solvibilità dell'azienda. Si tratta di una misura approssimativa innanzitutto perché si sta conducendo un'analisi statica; l'indice è, inoltre, espresso in termini monetari e, di conseguenza, è difficile relativizzare l'informazione. Si deve osservare, inoltre, che la capacità segnaletica delle disponibilità in senso stretto è discutibile, in quanto si tratta di un valore particolarmente suscettibile di variazioni nel corso del periodo amministrativo. Un valore del capitale circolante netto maggiore di zero, pertanto, costituisce una condizione necessaria ma non sufficiente per esprimere un parere favorevole circa la solvibilità dell'azienda⁵².

Un valore negativo del capitale circolante netto segnala, invece, una situazione che deve essere considerata molto attentamente. Le esigibilità, infatti, sono preminenti rispetto alle attività correnti e finanziano, inoltre, gli investimenti fissi⁵³.

Un altro idoneo indicatore della condizione di equilibrio finanziario nel breve periodo è il *marginale di tesoreria* (M_t) pari alla differenza tra liquidità e passività correnti:

$$M_t = \text{L} - \text{E}$$

Tale indice esprime la capacità dell'impresa di coprire immediatamente i debiti a breve scadenza tramite le attività correnti dotate del più elevato livello di liquidità. Esso deve preferibilmente assumere valori positivi per poter affermare che l'impresa è in grado di onorare prontamente ed economicamente le proprie obbligazioni. In particolare, tanto più è elevato il divario tra liquidità ed esigibilità tanto più si denota l'indipendenza dell'impresa dai suoi creditori. Un elevato valore del marginale di tesoreria evidenzia, in altri termini, un'impresa dotata di autonomia finanziaria.

⁵² Cfr. MONTRONE A., *Elementi*, op. cit., pag. 215.

⁵³ Cfr. PASTORE P., *Le condizioni*, op. cit., pag. 481.

Gli indicatori finora esaminati possono essere espressi anche sotto forma di rapporto risolvendo in parte il problema relativo all'ottenimento di indicazioni approssimative. Esprimendo, infatti, le relazioni tra attività e passività a breve sotto forma di indice, anziché di differenza, si ottengono informazioni maggiormente oggettive.

Il capitale circolante netto espresso sotto forma di rapporto è definito *indice di liquidità relativa* o *current ratio* ed è pari al rapporto tra le attività correnti e le passività correnti:

$$\text{Current ratio} = \frac{L + D}{E} * 100$$

Il *current ratio* indica se la struttura dell'attivo e quella del passivo sono proporzionali e se, quindi, esiste un equilibrio finanziario di breve periodo. Esso può assumere qualsiasi valore positivo e in assenza di attivo circolante l'indice in questione assume il suo valore minimo pari a zero. Tuttavia, un valore apprezzabile del *current ratio* non risulta sufficiente per affermare che l'impresa si trova in condizioni di equilibrio finanziario e che sia solvibile nel breve periodo. La capacità segnaletica di tale indice è, difatti, inficiata, come avviene anche per il capitale circolante netto, dalla presenza al numeratore delle disponibilità in senso stretto.

Per tenere sotto controllo l'equilibrio finanziario nel breve periodo si deve ricorrere, pertanto, ad un altro indicatore, l'*indice di liquidità assoluta* o *quick ratio*:

$$\text{Quick ratio} = \frac{L_I + L_D}{E} * 100$$

dove

L_I: liquidità immediate

L_D: liquidità differite

Il *quick ratio* esprime la capacità dell'impresa di fronteggiare gli impegni finanziari di breve scadenza con le risorse monetarie già liquide o prontamente liquidabili.

L'indice in oggetto, letto congiuntamente al *current ratio*, permette di esprimere un giudizio sulla solvibilità dell'azienda nel breve termine. Al fine di controllare l'equilibrio finanziario di breve periodo è necessario però individuare, per entrambi gli indici in questione, dei valori standard da raggiungere affinché si possa configurare una situazione di equilibrio a breve soddisfacente.

Per il *current ratio*, in particolare, si individua un valore standard pari a due che comporta le seguenti relazioni:

$$\text{Current ratio} = \frac{L + D}{E} = \frac{\text{CCL}}{E} = \frac{2E}{E} = 2$$

da cui:

$$\text{CCN} = L + D - E = 2E - E = E$$

In altri termini, se il valore del *current ratio* è pari a due, il capitale circolante lordo è almeno doppio rispetto alle esigibilità e il capitale circolante netto è pari alle stesse passività correnti⁵⁴.

Il valore di riferimento del *quick ratio*, invece, è uno che indica l'equivalenza tra le passività a breve e i mezzi finanziari disponibili per soddisfarli. Se il *quick ratio* deve tendere ad uno, in una situazione finanziaria equilibrata ne consegue che numeratore e denominatore devono presentare uguale valore e ciò implica il verificarsi delle seguenti relazioni:

$$\text{Quick ratio} = \frac{L_I + L_D}{E} = \frac{E}{E} = 1$$

da cui:

$$M_t = L - E = (L_I + L_D) - E = E - E = 0$$

Pertanto, un valore di riferimento del *quick ratio* pari ad uno comporta che la somma tra liquidità immediate e liquidità differite sia pari al valore delle passività correnti. Se l'indice, assume invece, valori superiori all'unità si denota comunque la prevalenza delle liquidità a breve sulle esigibilità, ma al di sopra di determinati limiti indica che vi sono mezzi liquidi non utilizzati oppure difficoltà nella riscossione dei crediti. È espressione di una situazione in cui manca la correlazione fra la struttura degli investimenti e quella dei finanziamenti. Un valore del *quick ratio* inferiore ad uno evidenzia, invece, una situazione preoccupante dato che l'impresa presenta difficoltà a rimborsare i debiti correnti.

Tuttavia, è necessario osservare che le considerazioni sul significato e sulle conseguenze degli indici di liquidità non presentano una validità assoluta. Ogni giudizio sulla solvibilità dell'impresa deve considerare anche altri fattori, come il settore di appartenenza dell'impresa e le fasi congiunturali che lo stesso sta vivendo. È da notare, inoltre, che il *current ratio* e il *quick ratio*, non permettono di esprimere un giudizio sulla liquidità della gestione in quanto si riferiscono ad un determinato momento della vita dell'impresa. Si può ovviare a tale limite

⁵⁴ Cfr. MONTRONE A., *Elementi*, op. cit., pag. 217.

conducendo tale analisi con continuità nel tempo in modo da poter comparare i valori che si susseguono e da riuscire a giudicare se l'impresa si sviluppa in modo equilibrato⁵⁵.

La solidità strutturale dell'impresa si manifesta, invece, attraverso un rapporto equilibrato tra investimenti durevoli e fonti di finanziamento stabili. Tale condizione può essere verificata correlando le immobilizzazioni con il capitale proprio e le passività a lunga scadenza.

Un indicatore significativo a tale scopo è il *margin*e di struttura (M_s), definito anche *margin*e di struttura assoluto o di primo grado, pari alla differenza tra il capitale proprio (C) e le immobilizzazioni (I):

$$M_s = C - I$$

Esso esprime il contributo offerto dal capitale proprio per coprire il fabbisogno finanziario derivante dall'attivo immobilizzato. Tale grandezza deve preferibilmente assumere un valore positivo tale da indicare la capacità del capitale proprio a coprire il fabbisogno finanziario connesso ad investimenti durevoli ed, inoltre, la disponibilità di liquidità aggiuntiva disponibile per il finanziamento di nuovi investimenti. Un valore negativo, invece, indica l'incapacità del capitale proprio di finanziare gli impieghi fissi e la necessità di coprire il fabbisogno finanziario di lunga scadenza con forme di finanziamento esterne.

Se l'impresa è sottocapitalizzata, cioè non riesce a raggiungere un margine di struttura positivo, deve perlomeno coprire il fabbisogno di finanziamento durevole attraverso forme di indebitamento a media e lunga scadenza. Questa situazione è espressa da un valore adeguatamente positivo del cosiddetto *margin*e di struttura allargato o di secondo grado (M_s''), pari alla somma tra capitale proprio e redimibilità al netto dell'attivo immobilizzato. Algebricamente si ha:

$$M_s'' = C + R - I > 0$$

Un valore adeguatamente positivo del margine di struttura allargato indica, infatti, che nelle fonti stabilmente a disposizione dell'impresa prevalgono i mezzi propri e, inoltre, che il loro ammontare è tale da coprire anche quella parte delle attività correnti caratterizzate da una minore liquidabilità. La gestione finanziaria dell'impresa non presenta, pertanto, alcun problema di liquidità.

Un valore negativo del margine di struttura allargato, invece, denota una situazione di grave squilibrio fra investimenti e finanziamenti; al finanziamento degli impieghi fissi, infatti, devono concorrere anche i debiti a breve a causa dell'inadeguatezza del capitale proprio e delle redimibilità a coprire l'attivo immobilizzato.

⁵⁵ Cfr. *ivi* pag. 218 e 219.

Un margine di struttura allargato maggiore di zero, comunque, individua le direttive per mantenere una situazione di equilibrio accettabile dal punto di vista finanziario. Infatti, si sottolinea ancora una volta che il finanziamento effettuato ricorrendo a terzi implica il sostenimento di oneri finanziari comportando notevoli conseguenze sotto l'aspetto economico-reddituale⁵⁶.

Le considerazioni in merito alla solidità strutturale dell'impresa possono essere descritte, in modo più efficace, esprimendo i margini in esame sotto forma di indice.

A tal proposito particolarmente significativo è il *quoziente di copertura secco delle immobilizzazioni o quoziente di garanzia* (I_{CS}) pari al rapporto tra i mezzi propri (C) e le immobilizzazioni (I):

$$I_{CS} = \frac{C}{I} * 100$$

Esso esprime l'incidenza del capitale proprio nel finanziamento dei beni a fecondità ripetuta. Può assumere qualsiasi valore compreso tra zero, se i mezzi propri sono inesistenti ($C = 0$), ed infinito, se l'attivo immobilizzato è nullo ($I = 0$). Si ritiene, comunque, che debba preferibilmente presentare valori prossimi all'unità; in tale situazione, infatti, le immobilizzazioni sono finanziate quasi esclusivamente con capitale proprio.

Altra grandezza da considerare è l'*indice di copertura relativo delle immobilizzazioni* (I_{CR}) costituito dal rapporto tra la somma di mezzi propri (C) e redimibilità (R), e le immobilizzazioni (I). Algebricamente si ha:

$$I_{CR} = \frac{C+R}{I} * 100$$

L'indice in esame assume valori compresi tra zero, se $C + R = 0$, ed infinito, se $I = 0$. In particolare, se è pari ad uno si evidenzia una situazione di equilibrio tra attivo immobilizzato e finanziamenti a medio-lungo termine, sia propri che di terzi.

Se l'indice di copertura relativo delle immobilizzazioni presenta, invece, valori superiori all'unità le fonti stabili coprono adeguatamente le immobilizzazioni e allo stesso tempo, finanziano una parte più o meno significativa delle attività correnti. Ciò nonostante un valore troppo elevato indica una struttura finanziaria squilibrata caratterizzata da una composizione delle fonti troppo rigida a fronte di impieghi troppo elastici.

Un valore dell'indice in questione inferiore all'unità evidenzia, invece, una situazione di squilibrio che compromette sia la solvibilità che l'economicità dell'impresa. Essa, infatti,

⁵⁶ Cfr. *ivi* pag. 219 e 220 e PASTORE P., *Le condizioni*, op. cit., pag. 478-480.

ricorre in modo più o meno consistente al finanziamento a breve per coprire le attività immobilizzate dato che attraverso le fonti stabili non si riesce a coprire il fabbisogno generato dagli investimenti fissi⁵⁷.

In conclusione, prima di decidere in merito alle diverse modalità di finanziamento, per mantenere un costante equilibrio finanziario ed evitare eventuali carenze di liquidità, è necessario effettuare analisi approfondite applicando metodologie adeguate.

1.6 Le relazioni tra capitale proprio e capitale di terzi: i modelli di derivazione contabile

Il capitale proprio e il capitale di terzi rappresentano forme di finanziamento diverse sia dal punto di vista economico sia da quello giuridico che combinate fra loro permettono all'impresa di ottenere i mezzi monetari necessari per realizzare la propria attività.

Si è già detto che la struttura finanziaria dell'impresa deve essere proporzionata e stabile e che è necessario ricercare il giusto equilibrio tra mezzi propri e indebitamento assicurando una corrispondenza in termini di durata tra fabbisogno di capitale e fonti di copertura. L'obiettivo è quello di assicurare l'equilibrio della struttura finanziaria e cioè di «sincronizzare» i tempi di restituzione dei finanziamenti dovuti e i tempi necessari per dare liquidità agli investimenti. Il fabbisogno fisso e a carattere durevole deve, pertanto, essere coperto da mezzi finanziari vincolati stabilmente all'impresa quali capitale proprio e in via complementare, capitale di terzi a medio-lungo termine. Gli investimenti di breve durata devono, invece, trovare copertura nei finanziamenti a breve durata (principio dell'*edging*)⁵⁸.

Una struttura finanziaria equilibrata e ottimale rispetto agli obiettivi, alle opportunità e ai vincoli della gestione, risulta, pertanto, indispensabile per la sopravvivenza dell'impresa.

Tuttavia, non è possibile individuare un rapporto ottimale tra fonti interne ed esterne che sia valido per tutte le imprese. Le due forme di finanziamento si combinano tra loro in modo differente da impresa ad impresa, nel tempo e nell'ambito della stessa impresa a seconda delle caratteristiche del fabbisogno finanziario da soddisfare, dell'onerosità delle alternative di finanziamento e della facilità con cui è possibile reperire i mezzi finanziari sul mercato⁵⁹.

⁵⁷ Cfr. MONTRONE A., *Elementi*, op. cit., pag. 220 e 221.

⁵⁸ Cfr. ALOI F., *Le decisioni*, op. cit., pag. 45.

⁵⁹ Cfr. ONIDA P., *Economia*, op. cit., pag. 451 e ss..

Ciò nonostante, bisogna osservare che la copertura del fabbisogno finanziario dell'azienda attraverso il ricorso al capitale di terzi può essere ricondotta a motivi di convenienza economica che riguardano il *meccanismo della leva finanziaria*⁶⁰. Il meccanismo in questione consente l'individuazione del migliore rapporto tra capitale proprio e di terzi nella copertura del fabbisogno finanziario dell'impresa al fine di ottenere una equilibrata struttura dei finanziamenti.

Effettivamente, nella scelta tra capitale proprio e capitale di credito non è possibile impiegare il parametro del costo. Capodaglio osserva che se il denaro è considerato un fattore produttivo «il suo consumo comporta inevitabilmente un costo»⁶¹. Il costo per l'utilizzo del denaro, tuttavia, può comportare un'effettiva uscita di cassa e conseguentemente può verificarsi il sostenimento di un costo effettivo, oppure, come accade per i mezzi propri che si qualificano come fattori ricevuti dall'imprenditore o dai soci ad uso gratuito, di un onere figurativo che non è evidenziato in bilancio⁶².

Esistono, pertanto, difficoltà pratiche di comparazione tra il costo del capitale proprio e quello del capitale di terzi dovute al fatto che il costo del capitale proprio non ha sempre natura monetaria, che nelle decisioni finanziarie esistono oneri e benefici i cui effetti si proiettano nel tempo e non facilmente quantificabili, che l'entità e la durata dei flussi monetari negativi del capitale proprio e del capitale di terzi differiscono in modo marcato. Determinare il costo del capitale proprio, inoltre, non è sempre agevole dato che il modello contabile non consente di apprezzare il rischio d'impresa⁶³.

Per individuare il livello ottimale di indebitamento si fa riferimento, pertanto, ai dati contenuti nel bilancio d'esercizio e alla rielaborazione degli stessi al fine di costruire alcuni indicatori in grado di esprimere la capacità dell'impresa di mantenere le condizioni di equilibrio⁶⁴. In base a tale approccio, l'obiettivo prioritario da raggiungere è la

⁶⁰ Cfr. GIUNTA F., *Appunti*, op. cit., pag. 375 e ss. e MONTRONE A., *Elementi*, op. cit., pag. 279 e ss.

⁶¹ Si veda CAPODAGLIO G., *L'entità del capitale proprio nell'equilibrio dell'impresa*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n. 3 e 4, marzo-aprile 2005, pag. 144.

⁶² La rilevazione degli oneri figurativi, che comporta la stima di quanto sarebbe costato all'impresa l'acquisto presso terze economie degli stessi fattori ricevuti in uso gratuito, è praticabile solo nella contabilità libera da vincoli imposti dalla normativa civilistica e fiscale. Cfr. CAPODAGLIO G., *L'entità*, op. cit., pag. 143 e ss..

⁶³ Cfr. BRUGGER G., *Le decisioni*, op. cit., pag. 801 e ss..

⁶⁴ Per interpretare la dinamica realtà dell'impresa la teoria economico-aziendale ha elaborato un complesso di principi generali. La condizione di sopravvivenza dell'azienda e quindi, il principio base di tale complesso, è espressa dal principio dell'equilibrio economico durevole. Il modello di rappresentazione di tale teoria si basa sullo strumento contabile, cioè sulla misurazione in termini reddituali dei risultati ottenuti dall'attività svolta dall'impresa. Dalla sistematica e cronologica rilevazione delle operazioni di gestione, sulla base delle regole della contabilità, trae origine il bilancio d'esercizio. I dati contenuti in tale documento possono poi essere sintetizzati tramite la costruzione di indici che si dimostrano utili per l'assunzione di decisioni in merito alla gestione dell'azienda. Tale approccio è definito «tradizionale». Si veda INCOLLINGO A., *Il fabbisogno*

massimizzazione della redditività del capitale proprio. In altri termini, la razionale ripartizione dei mezzi di copertura del fabbisogno fra mezzi propri e di terzi è definita in funzione della massimizzazione del rapporto tra reddito netto e capitale proprio. Tale rapporto definito anche *Return on Equity*, o più semplicemente *ROE*, esprime appunto la redditività del capitale proprio⁶⁵:

$$\text{Redditività del Capitale Proprio o ROE} = \frac{\text{REDDITO NETTO (RN)}}{\text{CAPITALE PROPRIO (C)}} * 100$$

Il meccanismo della leva finanziaria consente, pertanto, di individuare la struttura finanziaria ottimale⁶⁶ dell'impresa con riferimento alla massimizzazione della redditività del capitale proprio e al contenimento del rischio della gestione.

In particolare, in base al meccanismo in questione, per l'impresa è conveniente indebitarsi se e fino a quando il costo medio dell'indebitamento risulta inferiore al tasso di redditività del capitale investito espresso dal rapporto fra il reddito operativo (RO) e il capitale investito (T). Tale rapporto è meglio conosciuto come ROI (*Return on Investment*)⁶⁷:

finanziario, op. cit., pag. 141 e ss. e CAVALIERI E., *L'economia aziendale e gli studi sull'impresa*, in *Rivista Italiana di Ragioneria ed Economia Aziendale*, gen.-feb. 1995, pag. 2 -16.

⁶⁵ Il ROE esprime il rendimento del capitale di rischio e permette di valutare la capacità dell'impresa di autofinanziarsi. Esso può assumere qualsiasi valore positivo o negativo; posto che il denominatore deve presentare un valore positivo, l'indice in questione assume valori positivi nelle ipotesi di risultato economico d'esercizio positivo (utile), assume valori negativi nelle ipotesi di risultato negativo (perdita). L'obiettivo è ovviamente, quello di conseguire un adeguato valore positivo. Per individuare opportunamente il valore adeguato del ROE è necessario riferirsi alla configurazione di reddito che riesce a coprire anche l'interesse sul capitale proprio, il rischio per il conseguimento del reddito stesso, il compenso per l'attività prestata dal soggetto aziendale (i cosiddetti oneri figurativi). Il ROE, in particolare, permette a chiunque abbia investito in azienda di confrontare il rendimento del capitale con quello relativo ad impieghi alternativi. Esso è, pertanto, strettamente connesso agli interessi dei soggetti cui fa capo l'azienda. Per una disamina più approfondita sul ROE si veda MONTRONE A., *Elementi*, op. cit., pag. 244 e ss..

⁶⁶ Si ricorda, tuttavia, che la struttura finanziaria dell'impresa può configurarsi in modo differente a seconda degli obiettivi che si intendono perseguire (massimizzare la redditività del capitale proprio, minimizzare il rischio, sviluppo dimensionale, ecc.). Il concetto di struttura finanziaria ottimale, pertanto, è relativo. Il meccanismo della leva finanziaria, inoltre, fornisce valide indicazioni circa la definizione del rapporto ottimale tra capitale proprio e di terzi con riferimento all'obiettivo della massimizzazione del ROE. Se in impresa risultano prevalenti altri obiettivi le problematiche relative al corretto finanziamento dell'impresa non possono essere risolte ricorrendo al meccanismo della leva finanziaria senza aver debitamente considerato l'influenza di tutti gli altri fattori.

⁶⁷ Il ROI esprime il rendimento del capitale impiegato complessivamente nell'impresa con riferimento alla sola gestione caratteristica. Al numeratore è, infatti, riportato il reddito operativo, ossia il risultato economico che deriva direttamente dallo svolgimento dell'attività tipica dell'impresa. Tale valore è ricavabile dalle forme di riclassificazione del Conto Economico. Il capitale investito si ottiene, invece, sommando le poste dell'attivo o del passivo e del netto dello Stato Patrimoniale. Esso può assumere qualsiasi valore positivo o negativo a seconda del segno del reddito operativo. Tuttavia, questo indice presenta un limite che risiede nella disomogeneità tra numeratore e denominatore. Non tutto il capitale è, infatti, investito nella sola gestione caratteristica. Nel definire più correttamente la formula del ROI si dovrebbe dedurre dal denominatore l'ammontare degli investimenti destinati alla gestione atipica. Tale operazione non è sempre agevole, pertanto, si deve tener conto che i valori da esso evidenziati presentano un certo grado di approssimazione che è tanto più

$$\text{Redditività del Capitale Investito o ROI} = \frac{\text{REDDITO OPERATIVO (RO)}}{\text{CAPITALE INVESTITO (T)}} * 100$$

Se si verifica questa condizione, la redditività del capitale proprio espressa dal ROE risulta tanto maggiore quanto maggiore è il livello di indebitamento. In questa circostanza si dice che l'indebitamento esercita un effetto leva positivo sul rendimento del capitale proprio. In altri termini, tra la redditività operativa dell'azienda e la redditività del capitale proprio investito in essa esiste un legame moltiplicativo. L'azienda nella scelta del tasso di indebitamento deve porre particolare attenzione a non esporsi a rischi eccessivi considerando la variabilità del suo reddito operativo e lo scompensamento nella sua struttura economica dovuto all'aumento degli oneri finanziari sul debito.

La relazione che intercorre fra capitale proprio e capitale di terzi è messa in evidenza dall'indice di indebitamento o *leverage* pari al rapporto tra capitale investito (T) e capitale proprio (C):

$$\text{Indice di indebitamento o leverage} = \frac{\text{CAPITALE INVESTITO (T)}}{\text{CAPITALE PROPRIO (C)}} * 100$$

Ferrero definisce il *leverage* un «indicatore finanziario di sintesi» particolarmente utile, in quanto esprime in maniera sintetica il livello di dipendenza finanziaria della gestione dai mezzi di terzi ed, indirettamente, definisce la struttura finanziaria e la situazione di liquidità dell'impresa⁶⁸.

Per i creditori evidenzia il rischio, relativamente sia alla remunerazione che al rimborso, cui sono sottoposti i finanziamenti erogati. Il suo campo di variabilità è compreso fra 1 e $+\infty$. Il valore minimo è pari a 1 quando si ha la seguente uguaglianza:

$$C = T$$

e quindi, in assenza di indebitamento. Questa condizione si verifica in occasioni particolari come al momento della costituzione dell'impresa quando non sono ancora stati acquisiti capitali di terzi oppure quando, in momenti successivi alla costituzione, l'impresa non intende fare investimenti o non riesce ad ottenere finanziamenti. Un tasso di indebitamento pari ad 1 potrebbe, quindi, nascondere anche dei disagi legati alla perdita di opportunità (nelle ipotesi in cui l'azienda decidesse di non effettuare investimenti) o

accentuato quanto più rilevante è l'incidenza della gestione extra-caratteristica. Per una disamina più approfondita sul ROI si veda MONTRONE A., *Elementi*, op. cit., pag. 247 e ss..

⁶⁸ FERRERO G., *Il controllo finanziario nelle imprese. Strumenti del controllo di sintesi*, Giuffrè Editore, Milano 1984, p. 28.

l'inidoneità dell'azienda ad ottenere finanziamenti. Più frequentemente, il tasso di indebitamento presenta un valore maggiore dell'unità. Esso, infatti, assume valori crescenti all'aumentare dell'indebitamento. Tuttavia, bisogna evitare un eccessivo indebitamento che comporta difficoltà nel reperire risorse a titolo di credito e/o a condizioni economiche, perdita di fiducia da parte dei soci e impossibilità nel creare autofinanziamento. Un elevato grado di indebitamento, infatti, può indicare una situazione di progressiva difficoltà e di irrigidimento della struttura finanziaria. Tuttavia, si deve considerare che, come osserva Zanda, non è possibile individuare un unico valore di indebitamento oltre il quale un'impresa deve considerarsi «finanziariamente squilibrata», infatti, il mix ottimale tra capitale di credito e capitale di rischio è funzione soprattutto del tipo di attività svolta dall'impresa⁶⁹. Per definire il livello di indebitamento si deve, pertanto, individuare, sulla base dei requisiti e delle esigenze in merito alle risorse finanziarie, un livello ottimale che sia compatibile con un'adeguata redditività della gestione⁷⁰.

Il meccanismo finora descritto corrisponde ad un'espressione semplificata della leva finanziaria⁷¹. Il ROE, infatti, è determinato in funzione solo del *leverage*, della redditività operativa e del tasso medio di onerosità dell'indebitamento. In realtà, le variabili che concorrono a determinare il livello di ROE sono svariate.

In termini algebrici l'espressione semplificata della leva finanziaria è la seguente:

$$\text{ROE} = [\text{T/C} * (\text{ROI} - i) + i] * (1 - t)$$

dove

i: tasso medio di onerosità dell'indebitamento

t: aliquota imposte sul reddito

da cui si ricava che il ROE al lordo delle imposte è pari a⁷²:

$$\text{ROE}/(1 - t) = \text{T/C} * (\text{ROI} - i) + i$$

⁶⁹ «Il rapporto varia da azienda ad azienda e, per una stessa impresa, da momento a momento. Su di esso, infatti influiscono alcuni fattori quali il tipo di attività da finanziare, la stabilità nel tempo dei prezzi e del volume delle vendite, la situazione economica generale, ecc.». Si veda ZANDA G., *La grande impresa*, Giuffrè Editore, Milano, 1974, p. 52.

⁷⁰ Per una disamina più approfondita sul grado di indebitamento si veda MONTRONE A., *Elementi*, op. cit., pag. 222 e ss..

⁷¹ Cfr. ivi pag. 281 e ss..

⁷² Se si considera l'incidenza del carico tributario è possibile analizzare il cosiddetto scudo fiscale ossia l'effetto dell'indebitamento sul reddito netto dell'impresa. Gli interessi passivi corrisposti sui capitali presi a prestito rappresentano un costo deducibile dal reddito imponibile e consentono, pertanto, un risparmio di natura fiscale consistente in un minor onere tributario. Se, inoltre, si considera che i dividendi costituiscono invece materia imponibile, un aumento dei debiti, a parità di rendimento del capitale investito e del costo dell'indebitamento, riduce l'incidenza delle imposte sul reddito operativo. Cfr. FERRERO G., *Finanza*, op. cit., pag. 200 e ss..

Tale formula, tuttavia, presuppone l'assenza di oneri o proventi atipici e straordinari ed, inoltre, non contempla alcun collegamento tra le tre variabili indipendenti (T/C, ROI, i) che concorrono a definire il livello del ROE.

Nell'espressione dell'effetto leva la differenza (ROI – i), che rappresenta il cosiddetto «effetto di leva semplice», costituisce un elemento fondamentale⁷³. Se tale differenza presenta un valore positivo il ROE può essere incrementato effettuando ulteriori investimenti con capitale di credito, la cui onerosità è inferiore al rendimento atteso dagli investimenti stessi. Il moltiplicatore T/C esalta ulteriormente tale effetto positivo. Se, invece, la leva semplice presenta un valore negativo ogni ricorso aggiuntivo al capitale di terzi deprime la redditività del capitale proprio⁷⁴. In altri termini, se il ROI è maggiore di i la leva si definisce positiva, se il ROI è minore di i la leva è negativa.

All'aumentare dell'indice di indebitamento T/C il ROE aumenta in maniera proporzionale. Ciò potrebbe portare alla conclusione che non esiste un limite alla convenienza ad incrementare il ricorso al capitale di terzi. Tuttavia, questa conclusione non è affatto corretta per diversi ordini di motivi.

In primo luogo, è vero che un elevato valore di T/C in condizioni di leva semplice positiva comporta un aumento del valore del ROE, tuttavia un eccessivo indebitamento implica un aumento del costo dei debiti e di conseguenza, fa invertire l'effetto della leva. Pertanto, se si verificano queste condizioni, la perdita cui si va incontro è ulteriormente aggravata dalla stessa azione del moltiplicatore T/C. Un eccessivo livello di indebitamento, inoltre, porta i finanziatori ad essere più restii a concedere ulteriori finanziamenti o a concedere credito a tassi superiori rispetto a quelli applicati precedentemente. In altri termini, il tasso medio di onerosità dell'indebitamento non è una costante, piuttosto tende a crescere man mano che aumenta il ricorso a capitali di terzi.

Il grado di indebitamento T/C, pertanto, non deve superare determinati limiti.

La superficiale applicazione dell'espressione semplificata della leva finanziaria, dunque, genera come conseguenza il cosiddetto *paradosso della infinita possibilità di indebitamento*⁷⁵. Si è, infatti, portati a pensare che se l'indice di indebitamento T/C tende ad infinito, allora la redditività del capitale proprio tende ad infinito. Algebricamente ciò equivale a:

⁷³ Cfr. MONTRONE A., *Elementi*, op. cit., pag. 283 e ss..

⁷⁴ L'effetto della leva semplice può essere anche nullo. Tale situazione si verifica quando i tassi di remunerazione del capitale proprio e del capitale di credito coincidono (ROI = i). Ovviamente si tratta di una situazione anomala, in cui capitali con differenti vincoli di rischio sono remunerati allo stesso modo. L'effetto leva in questa situazione si annulla dato che qualsiasi grado di indebitamento è ininfluente.

⁷⁵ Cfr. MONTRONE A., *Elementi*, op. cit., pag. 285 e ss..

$$\lim_{T/C \rightarrow \infty} \text{ROE} = \infty$$

ossia, sostituendo la formula del ROE:

$$\lim_{T/C \rightarrow \infty} [T/C * (\text{ROI} - i) + i] * (1 - t) = \infty$$

Da ciò ne consegue che se $T/C \rightarrow \infty$, allora $C \rightarrow 0$. In altri termini, il ROE tende ad infinito quanto più l'ammontare dei mezzi propri si avvicina allo zero. Si tratta, ovviamente di un'ipotesi estrema che esprime male la realtà e tale conclusione illogica trae origine dalle ipotesi semplificatrici che stanno alla base della espressione semplificata della leva finanziaria, come la invariabilità del tasso medio di onerosità del capitale di terzi. Infatti, se la mancanza di connessioni tra ROI e tasso di indebitamento sembra accettabile, per il tasso medio di onerosità del capitale di terzi la mancanza di correlazioni non è invece plausibile.

La mancata considerazione di un legame tra tasso medio di onerosità dell'indebitamento e ROI e tra lo stesso e T/C , conduce, infatti, al *paradosso dell'infinita possibilità di indebitamento*. In realtà, sarebbe più razionale definire il tasso medio di onerosità del capitale di terzi come funzione diretta di T/C (se il grado di indebitamento aumenta, a parità di ROI, i finanziatori, infatti, incrementano inizialmente il tasso di interesse sui nuovi prestiti e, successivamente negano la concessione di prestiti ulteriori) e funzione inversa del ROI (se aumenta la redditività operativa dell'impresa, che indica il consolidamento della capacità di fronteggiare gli impegni assunti, i finanziatori sono disposti a fornire all'impresa prestiti a tasso contenuto).

Il paradosso della infinita possibilità di indebitamento può essere eliminato a priori definendo un campo di accettabilità dei valori da attribuire al tasso medio di onerosità del capitale di debito. In particolare, considerando che in assenza di indebitamento il finanziatore è disposto a concedere prestiti al tasso più contenuto, il valore minimo può essere individuato nel *prime rate* vigente in un determinato momento, mentre il valore massimo può essere fissato nel *top rate*⁷⁶. L'introduzione nell'espressione della leva finanziaria di questi parametri rende la stessa più aderente alla realtà e migliora la sua capacità interpretativa.

Il modello della leva finanziaria si costruisce con riferimento alla misura contabile del reddito d'esercizio e non tiene conto della logica di osservazione propria dell'azionista. Esso, in particolare, alla stregua di qualsiasi altra teoria di derivazione contabile, non tiene conto degli incrementi del valore del capitale economico dell'impresa e non considera il rischio

⁷⁶ Cfr. *ivi* pag. 288 e ss..

sopportato dall'azionista. Tali limiti sono superati dai modelli di valutazione economico-finanziaria definiti *modelli del valore*, i quali reputano conveniente una determinata alternativa di finanziamento se, attualizzando i flussi economico-finanziari, ne consegue un incremento del valore economico del capitale. Si osserva, tuttavia, che i modelli di valutazione della convenienza di derivazione contabile e quelli del valore sono considerati strumenti complementari poiché forniscono entrambi valide informazioni: i primi con riferimento esclusivo all'impresa (a prescindere dalla posizione dell'azionista), i secondi, invece, tenendo conto delle attese di remunerazione dell'azionista⁷⁷.

1.7 Le teorie sulla struttura finanziaria: cenni

Nel concludere la panoramica sulle problematiche legate alla definizione della struttura finanziaria delle imprese e a conferma dell'importanza di tale questione è doveroso, pur discostandosi dall'ottica di analisi seguita finora, osservare che la ricerca della combinazione ottimale tra capitale di rischio e capitale di debito è stata nel tempo oggetto di dibattito da parte di diversi studiosi, i quali hanno elaborato differenti teorie sulla struttura finanziaria delle imprese. A prescindere dalla formulazione specifica di ciascuna di esse, le teorie in oggetto mirano a verificare se esiste una struttura finanziaria ottimale e ad individuare i fattori critici necessari per realizzarla. Tuttavia, considerando che le variabili che influenzano la struttura finanziaria sono molteplici, ogni approccio considera inevitabilmente alcuni fattori e ne trascura altri e non riesce, di conseguenza, a spiegare appieno il problema della struttura finanziaria. Si osservi, inoltre, che la finalità delle teorie in oggetto non è quella di suggerire alle imprese come finanziare i loro investimenti in modo più economico; esse bensì cercano semplicemente di descrivere il comportamento delle imprese e i meccanismi che ne guidano le scelte.

Nei primi anni Cinquanta si diffonde la *teoria classica* secondo la quale un certo grado di indebitamento, definito come ottimale, produce un effetto positivo sul valore delle imprese in quanto minimizza il costo medio ponderato del capitale e massimizza il valore complessivamente investito nell'impresa. In altri termini, secondo tale approccio un utilizzo

⁷⁷ Cfr. DEL POZZO A., *Venture capital e creazione di valore nella piccola impresa*, Giappichelli Editore, Torino, 2001, pag. 81 e ss.

adeguato del rapporto tra indebitamento finanziario e patrimonio netto dell'impresa (leva finanziaria) si riflette positivamente sul valore della stessa⁷⁸.

Successivamente Modigliani e Miller dimostrano che il fattore determinante ai fini della definizione della struttura finanziaria non è la composizione delle fonti, bensì la rischiosità dell'attività svolta dall'impresa. Il teorema proposto da Modigliani e Miller riguarda le scelte di finanziamento delle imprese e in particolare, la scelta tra debito e azioni. Esso definisce se il valore di mercato delle imprese, dato il livello di investimenti, sia influenzato dal loro grado di indebitamento in rapporto ai mezzi propri e dalla struttura di tale indebitamento⁷⁹.

Secondo Modigliani e Miller⁸⁰ non esiste un livello ottimo di indebitamento rispetto ai mezzi propri delle imprese, in quanto né il volume né la struttura dei debiti aziendali influiscono sul valore di un'impresa se valgono determinate ipotesi e cioè se:

- 1) i mercati finanziari sono perfetti (cioè concorrenziali, privi di costi di transazione ed esenti da asimmetrie informative);
- 2) non ci sono imposte;
- 3) l'eventuale fallimento dell'impresa non comporta costi di liquidazione del suo attivo patrimoniale né costi di reputazione per i suoi dirigenti.

Nella pratica il risultato del teorema in questione è considerato puramente teorico, in quanto deriva da ipotesi che difficilmente si verificano nella realtà, ma allo stesso tempo si rivela utile per studiare le condizioni sotto le quali la struttura del capitale è in effetti rilevante, ossia per individuare quali condizioni devono essere violate affinché la struttura del capitale influisca sul valore di un'impresa⁸¹.

Dal lavoro di Modigliani e Miller e dalla rimozione delle ipotesi originali di tale teorema, pertanto, prendono vita le successive teorie sulla struttura del capitale, quali:

- le teorie del *trade-off*;
- le teorie del *pecking order*;
- la teoria del *market timing*.

⁷⁸ Cfr. COPELAND T.– WESTON J., *Teoria della finanza e politiche d'impresa*, Egea, Milano, 1994, pag. 713 e ss.

⁷⁹ Si veda MODIGLIANI F.– MILLER M.H., *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, in *American Economic Review*, n. 48, giugno 1958, pag. 261-297.

⁸⁰ Per un'analisi più approfondita del teorema di Modigliani e Miller si veda DALLOCCHIO M., *Struttura finanziaria: principi fondamentali*, in FORESTIERI G. (a cura di), *Management, Finanza d'azienda*, vol. 6, Egea – Università Bocconi Editore, Milano, 2005, pag. 360-371.

⁸¹ Cfr. CALORI G., *Struttura del capitale: quale politica adottare?*, in *Amministrazione & Finanza*, n. 11, 15 giugno 2006, pag. 48. Per un'analisi più approfondita dei fattori che generano frizioni e imperfezioni nello svolgimento dell'attività finanziaria si veda FORESTIERI G., *Introduzione: il sistema finanziario e lo sviluppo delle imprese*, in FORESTIERI G. (a cura di), *Management, Impresa, banche e mercati finanziari*, vol. 8, Egea – Università Bocconi Editore, Milano, 2005, pag. 6-11.

Secondo le teorie del *trade-off* per ogni impresa esiste una struttura ottimale del capitale dato che in presenza di qualsiasi frizione nei mercati finanziari il debito presenta benefici e costi per un'impresa. L'elemento che caratterizza questo insieme di teorie è rinvenibile nella conclusione che la struttura ottimale del capitale, cioè quella struttura che massimizza il valore di un'impresa, si individua dal confronto tra benefici e costi attesi del debito⁸². Nell'ambito delle teorie del *trade-off* è possibile distinguere un insieme di teorie che per individuare la struttura ottimale del capitale fanno riferimento ai modelli d'agenzia. Tali teorie tengono conto dell'esistenza di asimmetrie informative e si concentrano su problemi legati all'azzardo morale (*moral hazard*). La formulazione più citata di tali teorie è dovuta a Jensen e Meckling⁸³, i quali argomentano che gli incentivi del *management* sono allineati con quelli della proprietà in funzione della percentuale del capitale di rischio detenuta dallo stesso. In particolare, maggiore è la partecipazione del *management* nel capitale dell'impresa e maggiore sarà la possibilità di evitare che lo stesso assuma comportamenti che possano danneggiare il valore dell'impresa. Estremizzando tale argomentazione si deduce che le imprese dovrebbero essere possedute al 100% dai propri *manager* e che dovrebbero finanziare i propri investimenti interamente con debito. Infine, per individuare la struttura ottimale del capitale è necessario fare riferimento al livello della leva finanziaria che rende minimi i costi totali d'agenzia.

Le teorie del *pecking order* si basano sulla rimozione dell'ipotesi di Modigliani e Miller di informazione perfetta. Nello specifico, esse concludono che le imprese troveranno più conveniente ricorrere a forme di finanziamento il cui valore è meno sensibile rispetto all'informazione oggetto dell'asimmetria informativa.

La formulazione più semplice e che ha dato il via a questo ramo della ricerca sulla struttura del capitale è fornito da Myers e Majluf⁸⁴. Il loro modello, cosiddetto *modello dell'ordine di scelta*, considerando le asimmetrie informative esistenti tra l'impresa e i terzi, designa una sorta di graduatoria nell'impiego delle fonti di finanziamento ad opera dell'impresa.

Alla base di tale graduatoria si collocano i fondi generati internamente (autofinanziamento) in virtù del fatto che il *management* conosce il vero valore delle attività dello stato patrimoniale delle imprese e di conseguenza non si generano costi di transizione e

⁸² Cfr. FORESTIERI G., *Introduzione*, op. cit., pag. 17.

⁸³ Si veda JENSEN M.C.– MECKLING M.H., *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, n. 3, ottobre 1976, pag. 305-360.

⁸⁴ Si veda MYERS S. C., *The capital structure puzzle*, in *Journal of finance*, n. 39, luglio 1984, pag. 575-592 e MYERS S. C.– MAJLUF N. J., (1984). *Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have*, in *Journal of Financial Economics*, n. 13, 1984, pag. 187-221.

di agenzia. La distribuzione degli utili è, pertanto, subordinata alle opportunità di investimento che di volta in volta si presentano, mentre se si determina un eccesso di liquidità l'impresa provvede a rimborsare i debiti, ad investire in disponibilità liquide o ancora destina tali mezzi ad investimenti estranei all'impresa. Qualora si presenti invece un fabbisogno di cassa, l'impresa ricorre preferibilmente all'indebitamento bancario, in alternativa al prestito obbligazionario e solo in via residuale all'emissione di azioni. I fattori che contraddistinguono il ciclo di vita e di sviluppo dell'impresa incidono, pertanto, sulla struttura finanziaria della stessa. La preferenza verso le fonti di finanziamento interne, piuttosto che esterne, ha l'obiettivo di mantenere l'autonomia finanziaria dell'azienda rispetto ad investitori esterni, al mercato e alla sua regolamentazione⁸⁵.

Recentemente si è poi diffusa la teoria del *market timing*, in base alla quale le imprese ricorrerebbero alla forma di finanziamento più conveniente in un dato momento, sulla base di preferenze irrazionali degli investitori. Le teorie del *market timing* sono riconducibili ai lavori di Stein⁸⁶ e Baker e Wurgler⁸⁷ e si fondano sull'ipotesi che il mercato possa dare una valutazione non efficiente (irrazionale) delle azioni di un'impresa o del suo debito.

Secondo la teoria del *market timing*, pertanto, le decisioni di un'impresa riguardo alla propria struttura del capitale non sarebbero motivate da considerazioni di «ottimalità» (come nel caso della teoria del *trade-off*), né da preoccupazioni circa l'informazione che una data scelta di finanziamento rivelerebbe al mercato (come nella teoria del *pecking order*). Esse sarebbero semplicemente guidate da ciò che il mercato, in un dato istante di tempo, preferisce, per motivi non necessariamente razionali.

Le diverse teorie sulla struttura del capitale che si sono succedute nel tempo, fondandosi sulla rimozione di una particolare ipotesi del risultato originale di irrilevanza della struttura del capitale di Modigliani e Miller, non sono indipendenti l'una dall'altra. Nella pratica, infatti, accade spesso che le circostanze osservate empiricamente risultino da una combinazione dei diversi effetti evidenziati dalle varie teorie⁸⁸.

Nella tabella 1.1. si riassume quanto si è detto a proposito delle teorie sulla struttura finanziaria.

⁸⁵ Cfr. DE LUCA P., *Il costo del capitale nella gestione d'azienda*, Ipsoa, Milano, 2008, pag. 239 e FORESTIERI G., *Introduzione*, op. cit., pag. 16-17.

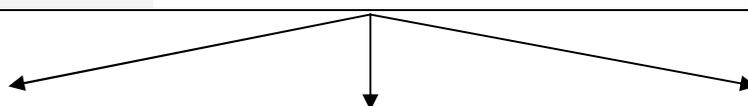
⁸⁶ Cfr. STEIN J., *Rational Capital Budgeting in an Irrational World*, in *Journal of Business*, n. 69, 1996, pag. 429-455.

⁸⁷ Cfr. BAKER M., WURGLER J. (2002), *Market Timing and Capital Structure*, in *Journal of Finance*, n. 57, 2002, pag. 1-32.

⁸⁸ Cfr. DE LUCA P., *Il costo*, op. cit., pag. 239.

Tabella 1.1 – Le teorie sulla struttura finanziaria

Teoria classica	<i>Un utilizzo adeguato della leva finanziaria si riflette positivamente sul valore dell'azienda.</i>
Teorema Modigliani-Miller	<p><i>Non esiste un livello ottimo di indebitamento rispetto ai mezzi propri delle imprese se:</i></p> <ol style="list-style-type: none"> <i>1) non esistono costi di transazione ed asimmetrie informative;</i> <i>2) non ci sono imposte;</i> <i>3) l'eventuale fallimento dell'impresa non comporta costi di liquidazione del suo attivo patrimoniale né costi di reputazione per i suoi dirigenti.</i>



Teoria del <i>trade-off</i>	Teoria del <i>pecking order</i>	Teoria del <i>market timing</i>
<i>Considerando l'imposizione fiscale e i costi d'insolvenza e d'agenzia, la struttura ottimale del capitale si individua dal confronto costi-benefici.</i>	<i>Considerando le asimmetrie informative, si sceglie la forma di finanziamento meno sensibile ad esse.</i>	<i>Le scelte di finanziamento sono guidate da motivazioni non razionali.</i>

Fonte: Nostra elaborazione

CAPITOLO SECONDO

L'impatto della riforma societaria sul finanziamento delle imprese

2.1 Il ruolo del capitale di rischio nel finanziamento delle imprese italiane

Individuare le caratteristiche da imprimere alla struttura finanziaria dell'impresa rappresenta, come già illustrato nel capitolo precedente, una fondamentale questione da affrontare affinché l'impresa sia in grado di sopravvivere ed affermarsi nel contesto economico in cui è inserita. Un ruolo fondamentale nella conduzione dell'impresa è svolto dal capitale di rischio che, come si è già detto, secondo la dottrina prevalente, consiste in quella parte di capitale che, in vista di una remunerazione futura e adeguata a soddisfare le attese di coloro che lo hanno apportato, sopporta i rischi che gravano sull'impresa.

Il capitale di rischio permette, infatti, di assolvere a funzioni imprescindibili avvertite sia dal lato della domanda e quindi delle imprese, sia dal lato dell'offerta e quindi dei finanziatori. La sua mancanza, pertanto, non può essere fronteggiata ricorrendo esclusivamente al capitale di credito, il quale, per sua natura, non presenta gli stessi vantaggi e opportunità⁸⁹.

Per attingere il capitale di rischio l'impresa può ricorrere a diverse modalità riconducibili ai differenti modelli di capitalismo che si sono affermati nel tempo e a seconda della storia dello sviluppo industriale di ciascun Paese. Così secondo il «capitalismo di mercato», diffusosi nei Paesi anglosassoni, la principale fonte di capitale di rischio è rinvenibile nel

⁸⁹ Cfr. DEL POZZO A., *Venture capital e creazione di valore nella piccola impresa*, Giappichelli Editore, Torino, 2001, pag. 13.

mercato, mentre il «capitalismo tedesco» individua nel sistema bancario il maggiore «fornitore» di tale forma di finanziamento⁹⁰.

Nel nostro Paese il capitale di rischio è sempre stato molto limitato e in passato, per sopperire a tale scarsità al fine di promuovere lo sviluppo dell'intera economia italiana, si è assistito all'intervento dello Stato.

Successivamente lo strumento maggiormente utilizzato per generare capitale di rischio è stato l'autofinanziamento, ossia il reinvestimento degli utili generati dall'esercizio dell'impresa. In Italia, infatti, prevalgono piccole e medie imprese a conduzione prettamente familiare, specializzate in settori tecnologicamente maturi e in cui la finanza è impostata da sempre sull'autofinanziamento e sul debito a breve termine, prevalentemente bancario⁹¹. A differenza di quanto avviene in altri Paesi, le imprese italiane raramente reperiscono autonomamente le risorse finanziarie di cui necessitano ricorrendo al mercato dei capitali e ciò impedisce alle stesse di cogliere le opportunità di crescita e di sviluppo⁹².

L'autofinanziamento nelle piccole e medie imprese italiane, inoltre, è stato impiegato non solo per fronteggiare il fabbisogno finanziario delle imprese, ma anche per creare un vero e proprio patrimonio familiare. Di conseguenza, si è diffusa negli imprenditori italiani una certa avversione ad impostare una gestione trasparente nei confronti dei terzi e ad allargare la compagine societaria a soggetti esterni alla famiglia⁹³.

Analizzando il contesto italiano, alla tesi ormai consolidata in base alla quale si ritiene che il capitale di rischio favorisca la nascita e lo sviluppo di imprese innovative, si affianca la convinzione sempre più diffusa che esso sia in grado di promuovere la crescita della piccola impresa in generale, la quale proprio per le caratteristiche di flessibilità che presenta potrebbe perseguire lo sviluppo in settori particolarmente dinamici.

È bene precisare, comunque, che la piccola dimensione delle imprese è sovente riconducibile, piuttosto che all'aspetto quantitativo, a caratteristiche qualitative e in particolare di ordine imprenditoriale. È questa l'impostazione privilegiata dagli studi di

⁹⁰ Per una disamina più approfondita sul «capitalismo tedesco» e sul «capitalismo di mercato» si rimanda al quinto capitolo del presente lavoro.

⁹¹ La piccola e media impresa, in realtà, rappresenta una componente fondamentale di ogni sistema economico. Essa, infatti, è presente in tutte le economie industriali evolute. Tuttavia, non esiste una definizione univoca, sia a livello nazionale che internazionale, di piccola e media impresa. Le differenze nei tratti distintivi di tale entità si riscontrano non solo fra un Paese e l'altro, ma anche all'interno dello stesso Paese, come succede ad esempio in Italia in cui sono presenti diverse definizioni di piccola e media impresa. Cfr. DI LORENZO A., *La definizione delle piccole e medie imprese: un problema aperto*, in *Rivista italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n. 5-6, maggio-giugno 2009, pag. 318-330.

⁹² Cfr. RICCIARDI A., *La gestione finanziaria delle Pmi: criticità e possibili soluzioni*, in *Amministrazione & Finanza*, n. 1, gennaio 2009, pag. 43 e ss..

⁹³ Una spiegazione teorica a tale impostazione è fornita dal *modello dell'ordine di scelta* proposto da Myer.

economia aziendale, i quali preferiscono classificazioni che si fondano su giudizi di carattere qualitativo. Zappa, in particolare, afferma che la dimensione aziendale è un concetto sostanzialmente indeterminato⁹⁴.

Nelle piccole imprese, definite tali con riferimento quindi a caratteristiche relative a comportamenti imprenditoriali, si osserva in particolare che alcune funzioni aziendali sono addirittura soppresse e che l'ingresso di nuovi *manager* è ostacolato da pregiudizi conseguenti al timore, avvertito dalla compagine sociale, di perdere il controllo dell'impresa.

Le piccole imprese, inoltre, sono spesso assoggettate ad un rischio finanziario che non rende conveniente l'intervento da parte di ulteriori finanziatori. Tuttavia, il ricorso al capitale di rischio, che si qualifica come un vero e proprio fattore produttivo complementare alle altre fonti di finanziamento, rende più flessibile la struttura finanziaria delle imprese e di conseguenza, in grado di fronteggiare i rischi di carattere commerciale, riconducibili ad esempio a possibili contrazioni delle vendite. Esso migliora, inoltre, la solidità finanziaria dell'impresa esercitando un effetto positivo sulle scelte dei possibili finanziatori della stessa: il consolidamento dei mezzi propri comporta, infatti, la possibilità di reperire fonti di finanziamento in misura più che proporzionale. In definitiva, secondo la dottrina economico-aziendale il capitale di rischio produce una riduzione dei rischi aziendali⁹⁵.

Per fronteggiare il proprio fabbisogno finanziario le imprese non possono, quindi, ricorrere esclusivamente alle tradizionali fonti di finanziamento, quali banche e debiti di fornitura, tramite le quali è possibile perseguire modesti obiettivi di crescita.

Un'ulteriore possibilità per le imprese di reperire altri finanziamenti è rappresentata, infine, dalla quotazione in Borsa. Tale decisione però comporta importanti conseguenze di carattere strategico. La quotazione, infatti, non rappresenta solo un nuovo canale di finanziamento, ma comporta cambiamenti sia nel sistema proprietario e manageriale, sia nei rapporti con clienti, fornitori e con l'ambiente finanziario nel suo complesso. L'impresa quotata, infatti, diventa di interesse pubblico per cui la commistione tra interessi dell'imprenditore o del clan familiare e interessi societari non può in alcun modo essere tollerata. Non bisogna, infine, trascurare che tale cambiamento culturale ed operativo comporta sicuramente innegabili vantaggi, ma allo stesso tempo implica notevoli sforzi monetari e non⁹⁶.

⁹⁴ Cfr. ZAPPA G., *Le produzioni*, op. cit., pag. 718.

⁹⁵ Cfr. DEL POZZO A., *Venture capital*, op. cit., pag. 40 e ss..

⁹⁶ Cfr. GERVASONI A., *La quotazione in Borsa*, in GERVASONI A. (a cura di), *Finanziare l'impresa*, Il Sole 24 Ore, Milano, 1999, pag. 276.

Il reperimento di capitali rappresenta, pertanto, un fattore decisivo di crescita per le imprese del nostro Paese le quali, a loro volta, devono finanziare tale sviluppo senza appesantire la propria struttura finanziaria. Affinché ciò sia possibile si avverte, pertanto, la necessità di sviluppare il mercato del capitale di rischio e di diversificare le fonti di finanziamento individuando strumenti diversi, e cioè alternativi al credito bancario, che sappiano riflettere le potenzialità di sviluppo delle realtà imprenditoriali del nostro Paese.

2.2 Il finanziamento delle imprese e la riforma del diritto societario

Uno degli interventi più significativi rivolti ad individuare e introdurre nel nostro sistema strumenti alternativi di finanziamento è stato realizzato dalla riforma societaria del 2003 che, dopo sessanta anni⁹⁷, ha innovato la disciplina in materia di società attraverso i Decreti legislativi del 17 gennaio 2003 n. 5 («*Definizione dei procedimenti in materia di diritto societario e di intermediazione finanziaria, nonché in materia bancaria e creditizia*») e n. 6 («*Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative*»).

L'obiettivo della riforma societaria, che, per consentire alle società di adeguarsi alle novità è entrata in vigore dal 1° gennaio 2004, è quello di modernizzare il diritto societario e renderlo più simile a quello dei Paesi della Comunità Economica Europea.

A tal proposito la riforma in oggetto ha introdotto importanti istituti precedentemente sconosciuti nel diritto nazionale e allo stesso tempo ha riscritto gran parte delle vecchie norme del Codice civile del 1942 le quali, essendo pensate per un contesto radicalmente diverso da quello attuale, risultavano ormai inefficienti⁹⁸.

Con la riforma societaria, che presenta una forte connotazione economica, si intende in concreto:

- favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese;
- semplificare la disciplina delle società, tenendo conto delle esigenze delle imprese e del mercato;
- valorizzare il carattere imprenditoriale delle società e definire con chiarezza i compiti e le responsabilità degli organi sociali;

⁹⁷ La precedente disciplina è contenuta nel Codice Civile del 1942.

⁹⁸ Per maggiori approfondimenti sulla storia della riforma societaria si veda MONTALENTI P., *La riforma del diritto societario: appunti*, in *Le Società*, n. 12/2002, pag. 1449-1455; PORTALE G.B., *Riforma delle società di capitali e limiti di effettività del diritto nazionale*, in *Le Società*, n. 2bis/2003, pag. 261-265; VIETTI M., *Le linee guida della riforma del diritto societario*, in *Le Società*, n. 2bis/2003, pag. 266-269.

- favorire l'accesso ai mercati finanziari.

Attraverso la riforma il legislatore ha recepito l'evoluzione dell'impresa traducendola in regole e ha cambiato i connotati delle società di capitali introducendo due modelli societari riferiti alle società a responsabilità limitata e alle società per azioni.

A tal proposito si sottolinea che il legislatore ha rivolto particolare attenzione al modello delle società a responsabilità limitata, il quale, prima dell'entrata in vigore della riforma, era disciplinato in modo residuale. Il modello societario in questione, infatti, è stato radicalmente innovato, ed attualmente, si configura come uno strumento elastico e imperniato su una maggiore considerazione dei soci e dei loro rapporti, particolarmente adatto alla realtà italiana delle piccole medie imprese⁹⁹.

Le innovazioni introdotte dal nuovo diritto societario hanno interessato diversi ambiti tra i quali: la *governance*, il controllo sulla gestione, la responsabilità degli amministratori, l'autonomia statutaria delle società, il bilancio d'esercizio.

Tra le novità di assoluto rilievo prospettate dalla riforma si annovera, in particolare, l'arricchimento dei canali di finanziamento delle società. Tombari, a tal proposito, sottolinea che nell'ambito della riforma la novità più interessante è rappresentata dalla nuova struttura finanziaria della società di capitali¹⁰⁰. Il Codice civile del 1942, infatti, presuppone che il fabbisogno finanziario della società venga fronteggiato innanzitutto dai soci imprenditori, interessati cioè all'esercizio dell'impresa; prevede, inoltre, la possibilità di ricorrere al finanziamento esterno, in particolare bancario, qualora i soci, o comunque l'impresa in sede di autofinanziamento, non risultassero in grado di procurare i mezzi di finanziamento necessari.

La vecchia disciplina, pertanto, si limita ad individuare nettamente due tipologie di strumenti finanziari: le azioni, rappresentative del capitale di rischio, e le obbligazioni, rappresentative del capitale di debito. La normativa previgente dedica, quindi, rispetto alle esigenze del mercato, scarsa considerazione agli strumenti finanziari finalizzati all'aumento del capitale sociale. In particolare, la possibilità di reperire risorse finanziarie ricorrendo a soggetti esterni propensi ad investire il proprio capitale nell'impresa anche se non direttamente interessati ad essa era considerata dalla disciplina pre-riforma una circostanza improbabile.

⁹⁹ Cfr. ANELLO P., *I riflessi tributari della nuova disciplina dei conferimenti in S.r.l.*, in *Corriere Tributario*, n. 5, 2004, pag. 360-361 e FONDAZIONE LUCA PACIOLI, *La costituzione della S.r.l.*, Circolare n. 10/2003, Documento n. 20 del 6 novembre 2003, pag. 1. Per approfondimenti sulla riforma delle società a responsabilità limitata dal punto di vista economico-aziendale si veda DI CAGNO N., *Le società commerciali. Aspetti gestionali e contabili*, Cacucci Editore, Bari, 2006, pag. 72 e ss..

¹⁰⁰ TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni*, in *Rivista delle società*, fascicolo 5, settembre-ottobre 2004, pag. 1082 e ss..

In un primo momento, per superare i limiti della disciplina prevista nel Codice civile del 1942, si è assistito all'introduzione nel nostro Paese dei cosiddetti strumenti finanziari di tipo misto, i quali, per alcune caratteristiche, potevano essere assimilati alle obbligazioni, per altre, comportavano invece, una certa partecipazione al rischio d'impresa. Nonostante questo primo tentativo di innovazione, il ricorso agli strumenti finanziari di tipo ibrido, introdotti da tempo negli altri Paesi industrializzati, non è mai stato affrontato dal nostro ordinamento¹⁰¹.

Le imprese italiane, di conseguenza, presentano una struttura finanziaria poco diversificata, con prevalenza di investimenti bancari a breve scadenza, i quali comportano un'elevata incidenza di oneri finanziari, e inevitabili conseguenze negative sulle condizioni di equilibrio della gestione.

La globalizzazione dei mercati ha ben presto evidenziato la necessità di una riforma del sistema di finanziamento delle società. Le imprese, infatti, già a partire dagli anni sessanta, devono fronteggiare la concorrenza di imprese provenienti da altri Paesi, le quali hanno a disposizione una svariata tipologia di strumenti finanziari alternativi e meno costosi rispetto al credito bancario.

Di conseguenza, al fine di favorire una maggiore flessibilità e competitività delle imprese del nostro Paese, la riforma del diritto societario, pur nella consapevolezza che non si può realizzare un efficiente sistema di finanziamento con strumenti di diritto societario, ha rivolto particolare attenzione alla disciplina relativa ai conferimenti e alle forme di finanziamento, cercando di superare i limiti delle precedenti disposizioni e di introdurre, allo stesso tempo, nuove forme di finanziamento. L'ampliamento dei canali finanziari può contribuire, infatti, a far crescere dimensionalmente le imprese del nostro Paese e ad affrontare la competizione di quelle straniere. L'intento della riforma, in altre parole, è quello di ridurre i vincoli della struttura finanziaria delle imprese e l'eccessiva dipendenza dalle fonti di finanziamento esterne regolamentando analiticamente gli strumenti finanziari a disposizione delle società per incrementare il proprio patrimonio, modificando la disciplina relativa ai titoli azionari ed obbligazionari e introducendo nuovi strumenti di finanziamento che permettano di finanziare la società senza acquisire necessariamente la qualità di socio¹⁰².

¹⁰¹ Qualche tempo prima della riforma del 2003, infatti, si sono introdotti strumenti che, pur qualificandosi come azioni o obbligazioni, presentano caratteristiche comuni ad entrambe le categorie (quali, ad esempio, le obbligazioni convertibili e le azioni di risparmio). Cfr. CAPELLI I., *I nuovi strumenti finanziari dopo la riforma del diritto delle società di capitali*, Università dell'Insubria, n. 20/2004, pag. 1-2.

¹⁰² Capelli osserva che il legislatore della riforma è intervenuto per disciplinare, anche se in modo non dettagliato, l'area priva di regolamentazione che si frappone tra azioni e obbligazioni. Cfr. CAPELLI I., *I nuovi strumenti*, op. cit., pag. 3.

La società, quindi, a seguito della entrata in vigore del D.Lgs. 6/2003, può finanziarsi oltre che con l'emissione di titoli di debito (obbligazioni) o di partecipazione (azioni), anche mediante strumenti idonei a reperire le risorse economiche necessarie per lo sviluppo della sua attività che, dal punto di vista giuridico ed economico, possiedono caratteristiche comuni sia alle obbligazioni che alle azioni¹⁰³.

2.2.1 La nuova disciplina dei conferimenti e delle forme di finanziamento nelle S.r.l.

La nuova disciplina dei conferimenti e delle forme di finanziamento presenta contenuti diversi per le società per azioni e per le società a responsabilità limitata. Si è già detto, infatti, che il nuovo diritto societario disciplina per la prima volta il modello della società a responsabilità limitata, il quale si configura come un modello legale intermedio tra il modello azionario e quello di persone.

Per le società a responsabilità limitata, dunque, nel nuovo sistema il legislatore, da una parte, conferma l'obbligo di una dotazione di capitale ridotta, in modo da consentire anche alle imprese con limitate disponibilità economiche di costituirsi sotto forma di società di capitale; dall'altra parte, introduce importanti novità per quanto riguarda i conferimenti e le modalità di accesso alle fonti di finanziamento.

In particolare, la principale novità che riguarda i conferimenti nelle società a responsabilità limitata, disciplinati dagli articoli 2464-2466 del Codice civile, consiste nella possibilità di conferire *tutti gli elementi dell'attivo suscettibili di valutazione economica*¹⁰⁴. Ne consegue, pertanto, che nelle società a responsabilità limitata sono ammessi i conferimenti d'opera o servizi e per la prima volta nelle società di capitali italiane (questa possibilità, infatti, prima della riforma era consentita solo alle società di persone), possono concorrere alla formazione del capitale sociale anche le prestazioni lavorative o di servizi dei soci¹⁰⁵. L'esecuzione delle prestazioni tuttavia, deve essere garantita, per l'intero valore ad esse assegnato, da una polizza di assicurazione o da una fideiussione bancaria, le quali, se l'atto costitutivo lo prevede, possono essere sostituite dal versamento a titolo di cauzione, da parte del socio, del

¹⁰³ Cfr. RICCIARDI A., *La disciplina dei conferimenti e delle forme di finanziamento*, in MUSAIO A. (a cura di), *La riforma del diritto societario. Profili economico-aziendali*, F. Angeli, Milano, 2005, pag. 215-216.

¹⁰⁴ Per «*elementi dell'attivo suscettibili di valutazione economica*» si deve intendere qualsiasi bene o attività che, a prescindere dalla possibilità di iscrivere o meno gli stessi in bilancio, sia obiettivamente valutabile in termini monetari.

¹⁰⁵ Il legislatore della riforma tiene conto che nelle piccole imprese l'apporto principale dei soci è soprattutto rappresentato dalla prestazione di opera o di servi.

corrispondente importo in denaro presso la società. In caso di inadempimento da parte del socio, la norma si pone l'obiettivo di tutelare l'effettività del capitale sociale. Può verificarsi, pertanto, che in una società a responsabilità limitata il socio di maggioranza conferisca esclusivamente la propria prestazione professionale¹⁰⁶.

Dal punto di vista economico-aziendale, la possibilità di conferire nel capitale delle società a responsabilità limitata le prestazioni d'opera e servizi conduce a considerare il dibattito circa la possibilità o meno di iscrivere in bilancio il valore del capitale umano¹⁰⁷. Il principio contabile nazionale OIC 28 - *Il patrimonio netto* stabilisce che all'atto del conferimento la società deve rilevare il credito verso il socio conferente per un valore corrispondente a quello determinato nella perizia di stima redatta da un soggetto iscritto nell'albo dei revisori o da una società di revisione¹⁰⁸. La presentazione di una polizza di assicurazione o di una fideiussione bancaria comporta successivamente la contabilizzazione dell'estinzione del credito verso il socio conferente e, in contropartita, la rilevazione del valore garantito in un conto denominato *Crediti garantiti v/socio X*. Se il socio, in sostituzione della polizza assicurativa o della fideiussione, effettua un versamento in denaro a titolo di cauzione si deve rilevare, invece, il debito nei confronti del socio conferente e l'aumento delle disponibilità in cassa. La società, infine, deve rilevare nel corso dell'esercizio il costo del lavoro apportato dal socio¹⁰⁹ e la riduzione del credito garantito¹¹⁰.

Altra importante novità, relativa alla disciplina dei conferimenti nelle società a responsabilità limitata, riguarda la possibilità di costituire la società in oggetto anche in condizioni di limitata disponibilità liquida. Il versamento del 25% dei conferimenti in denaro presso una banca, con la riforma del diritto societario, infatti, può essere sostituito con la

¹⁰⁶ Cfr. CINCOTTI C., *La nuova disciplina dei conferimenti nella s.r.l.*, in *Le società*, n. 12, 2003, pag. 1582-1588 e SALAFIA V., *Il conferimento di opere e servizi secondo la riforma societaria*, in *Le società*, n. 12, 2003, pag. 1578 e ss..

¹⁰⁷ Il legislatore, considerando che il capitale umano è parte integrante dell'azienda e presenta capacità autonome di reddito, sembrerebbe orientato ad iscrivere in bilancio il corrispondente valore se lo stesso si manifesta sotto forma d'opere e servizi. Tuttavia, le obiezioni circa la contabilizzazione delle risorse umane sono innumerevoli. Gli individui a differenza dei beni, infatti, non sono di proprietà dell'impresa e possono abbandonarla in qualsiasi momento. Il capitale umano non è controllabile dall'impresa per cui si ritiene che non possa rappresentare un elemento del capitale di bilancio ed, inoltre, dal punto di vista etico, non si possono considerare le persone come parte della ricchezza dell'impresa. A queste obiezioni si aggiunge, per di più, il problema di individuare una misura obiettiva del capitale umano e l'esigenza di impiegare metodi in grado di scomporre i componenti d'esercizio da quelli pluriennali.

¹⁰⁸ Se la società attribuisce al conferimento d'opera un valore inferiore a quello che risulta dalla perizia si rileverà una riserva sovrapprezzo quote che confluirà nel patrimonio netto dell'azienda.

¹⁰⁹ Il costo del lavoro apportato dal socio è, in realtà, un costo non retribuito. La società in cambio dell'onere sostenuto attribuisce al socio conferente una partecipazione al proprio capitale sociale.

¹¹⁰ Cfr. LACCHINI M.-TREQUATTRINI R., *Il conferimento delle prestazioni d'opera e di servizi nelle società a responsabilità limitata: profili contabili e valutativi*, in *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, luglio-agosto 2007, pag. 369-371.

stipula, per un valore almeno corrispondente, di una polizza di assicurazione o di una fideiussione bancaria.

La disciplina sui conferimenti nelle società a responsabilità limitata ammette, inoltre, la possibilità, se l'atto costitutivo lo prevede, che la quota di partecipazione del socio possa prescindere dal valore del conferimento. Con la riforma, pertanto, viene meno l'obbligo di proporzionalità tra quote di conferimento e quote di partecipazione¹¹¹. Grazie a tale flessibilità, la partecipazione di ciascun socio non deve essere stabilita facendo esclusivo riferimento al valore del conferimento effettuato ed iscritto nell'attivo, ma potrà adeguarsi agli equilibri che scaturiscono dagli accordi tra i soci¹¹².

Per quanto riguarda la disciplina delle forme di finanziamento, la riforma del diritto societario, all'articolo 2467 del Codice civile, ammette la possibilità di ottenere finanziamenti da parte dei soci in qualsiasi forma effettuati, ma concessi in situazioni particolari, e cioè in momenti in cui lo squilibrio dell'indebitamento della società rispetto al patrimonio netto risulta eccessivo oppure in momenti in cui si ritiene ragionevole un conferimento. La norma in esame ha lo scopo di disciplinare una prassi particolarmente ricorrente nelle società di minori dimensioni. È frequente infatti che, in virtù della facilità di restituzione, le società a responsabilità limitata si finanzino ricorrendo agli stessi soci i quali apportano fondi non imputati a capitale sociale¹¹³. Tale disposizione mira, inoltre, a rafforzare la tutela dei creditori sociali arginando il fenomeno della sottocapitalizzazione delle società di capitali di minori dimensioni; è previsto, infatti, che il rimborso del finanziamento ottenuto dai soci sia postergato rispetto alla soddisfazione degli altri creditori della società. In altri termini, il credito verso i soci per finanziamenti, ottenuti nelle particolari circostanze indicate dalla disciplina, può essere soddisfatto solo se i crediti della società verso gli altri terzi creditori non ne siano pregiudicati¹¹⁴. A maggiore garanzia dei creditori sociali si impone, inoltre, la restituzione del rimborso dei finanziamenti dei soci se questo è avvenuto nell'anno precedente la dichiarazione di fallimento della società. La nuova disciplina, pertanto, al fine anche di disincentivare finanziamenti non imputati nel patrimonio della società, espone al rischio

¹¹¹ Cfr. CINCOTTI C., *La nuova disciplina*, op. cit., pag. 1581 e FONDAZIONE LUCA PACIOLI, *La costituzione della S.r.l.*, op. cit., pag. 5-6.

¹¹² Siffatta situazione rende però necessario indicare nell'atto costitutivo in modo separato il valore dei conferimenti e il valore della quota di partecipazione. Cfr. FONDAZIONE LUCA PACIOLI, *Il finanziamento della società a responsabilità limitata: profili giuridici*, Documento n. 1 dell'11 gennaio 2005, pag. 2.

¹¹³ Cfr. FICO D., *Finanziamento dei soci e sottocapitalizzazione della società*, in *Le società*, n. 11, novembre 2006, pag. 1327 e ss. e POSTIGLIONE A., *La nuova disciplina dei finanziamenti dei soci di s.r.l.: dubbi interpretativi e limiti applicativi*, in *Le società*, n. 8, agosto 2007, pag. 929.

¹¹⁴ Cfr. ZOPPINI A., *La nuova disciplina dei finanziamenti dei soci nella società a responsabilità limitata e i prestiti provenienti da "terzi"*, in *Rivista di diritto privato*, n. 2, 2004, pag. 419 e MANDRIOLI L., *La disciplina dei finanziamenti soci nelle società di capitali*, in *Le società*, n. 2, febbraio 2006, pag. 173 e ss..

d'impresa non solo il patrimonio netto della società ma anche i finanziamenti dei soci; ciononostante, in bilancio essi non trovano collocazione tra le poste del patrimonio netto. Il valore di questi finanziamenti, effettuati da soci che non intendono conferire ulteriori capitali di rischio e per i quali è previsto l'obbligo di restituzione, deve essere riportato in bilancio nel Passivo dello Stato Patrimoniale alla voce, introdotta dalla riforma del diritto societario, *Debiti verso soci per finanziamenti*¹¹⁵. Lo squilibrio tra indebitamento e patrimonio netto, nonché la ragionevolezza del conferimento, devono essere valutati tenendo conto del tipo di attività esercitata dalla società; tuttavia, si deve tenere nella dovuta considerazione che non esistono criteri oggettivi né in dottrina né in giurisprudenza che possano eliminare possibili ambiguità¹¹⁶.

La riforma societaria, come è già stato detto in precedenza, si caratterizza per l'intento di arricchire la tipologia degli strumenti di finanziamento a disposizione della società; per le società a responsabilità limitata, in particolare, è contemplata la possibilità di emettere titoli di debito, se nell'atto costitutivo ciò è espressamente previsto, come disciplinato dall'art. 2483 del Codice civile. I titoli di debito emessi dalla società a responsabilità limitata consistono in titoli che, emessi con riferimento ad un'operazione di finanziamento, attribuiscono al titolare un diritto di credito nei confronti della società emittente. Tali titoli, inoltre, devono essere sottoscritti da investitori professionali (aziende di credito e altri intermediari finanziari), i quali essendo in grado di valutare l'effettivo livello di rischio sopportato, rispondono della solvibilità della società nelle ipotesi di circolazione del titolo, tutelando, allo stesso tempo, gli interessi dei sottoscrittori risparmiatori¹¹⁷.

¹¹⁵ Cfr. ARTINA V.- RIZZI R., *Il finanziamento soci nella riforma del diritto societario*, in *PMI*, n. 7, luglio 2003, pag. 43-45, RASO E.- BITETTI G., *Brevi riflessioni in ordine al "finanziamento soci" nelle società di capitali*, in *Impresa*, n. 3, 31 marzo 2007, pag. 436 e SEBASTIANELLI M., *Finanziamenti dei soci nelle s.r.l.: problematiche applicative*, in *Amministrazione & Finanza*, n. 19, 15 ottobre 2007, pag. 47.

¹¹⁶ Cfr. FONDAZIONE LUCA PACIOLI, *Il finanziamento della società a responsabilità limitata*, op. cit., pag. 11-12.

¹¹⁷ Cfr. SALAFIA V., *Il nuovo modello di società a responsabilità limitata*, in *Le società*, n. 1, 2003, pag. 12 e Cfr. FONDAZIONE LUCA PACIOLI, *Il finanziamento della società a responsabilità limitata*, op. cit., pag. 13-15. Per una disamina più approfondita sulle problematiche e opportunità in merito alla possibilità riconosciuta alle società a responsabilità limitata di emettere titoli di debito si veda D'AMBROSIO C., *I titoli di debito nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Le società*, n. 10, 2003, pag. 1341 e ss. e STELLA RICHTER M. jr, *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, in *Rivista delle società*, n. 5, settembre-ottobre 2005, pag. 987 e ss.

2.2.2 La nuova disciplina dei conferimenti e delle forme di finanziamento nelle S.p.A.

Le norme introdotte dalla riforma con riferimento alle società per azioni assicurano flessibilità e autonomia nella scelta delle fonti di finanziamento. In particolare, per le società per azioni è prevista la possibilità di emettere categorie di azioni più diversificate rispetto al passato e una vasta gamma di strumenti finanziari non azionari muniti di diritti patrimoniali e/o di diritti amministrativi.

Per quanto riguarda l'emissione di azioni, disciplinata dall'art. 2346 del Codice civile, una novità importante concerne la possibilità di emettere azioni con o senza valore nominale. Ciò permette di semplificare l'attività societaria; se, infatti, si emettono azioni senza valore nominale non è necessario modificare il valore delle azioni a seguito di modifiche del capitale sociale¹¹⁸.

La società per azioni, inoltre, nei limiti imposti dalla legge, può *creare categorie di azioni fornite di diritti diversi* come disciplinato dall'art. 2348 del Codice civile. In particolare, con la riforma del diritto societario si possono emettere tredici diverse categorie di azioni (prima della riforma si individuavano oltre le azioni ordinarie, le azioni privilegiate, a voto limitato, di risparmio, di godimento, a favore dei prestatori di lavoro). Tra di esse le più significative, oltre alle azioni con o senza valore nominale, sono:

- le *azioni senza diritto di voto e/o con diritto di voto limitato a particolari argomenti*; tramite esse si contempla la presenza all'interno dell'azionariato di soggetti che pur conferendo capitale di rischio hanno un interesse limitato solo su determinati argomenti;
- le *azioni fornite di diritti diversi anche per quanto riguarda l'incidenza nelle perdite*; esse comportano l'ammissione delle azioni postergate, cioè quelle azioni che, in caso di scioglimento della società, sono privilegiate per intero nel rimborso del capitale, e subiscono gli effetti della riduzione del capitale per perdite solo dopo che siano state annullate integralmente le azioni ordinarie;
- le *azioni fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell'attività della società in un determinato settore o ramo di attività (tracking stock)*; si tratta di una particolare tipologia di azioni il cui rendimento è correlato alla specifica area d'affari cui fanno riferimento. La distribuzione dei dividendi, tuttavia, può avvenire solo se sono presenti utili in bilancio;

¹¹⁸ Cfr. DOMENICHELLI O., *Effetti della riforma del diritto societario civile sulla finanza delle società di capitali*, Quaderno Monografico RIREA n. 24, 2004, pag. 11-15.

- le *azioni riscattabili*; si tratta di azioni per le quali è prevista in circostanze particolari, la possibilità da parte della società o di altri azionisti di riacquistare le partecipazioni possedute da altri;
- le *azioni speciali da attribuire individualmente ai lavoratori*; se lo statuto lo prevede e in presenza di una delibera dell'assemblea straordinaria, si possono emettere speciali categorie di azioni attraverso le quali è possibile assegnare utili ai prestatori di lavoro della società. In queste circostanze è necessario, però, aumentare il capitale sociale di un importo corrispondente agli utili stessi e assegnare le azioni individualmente ai dipendenti¹¹⁹.

Anche per le società per azioni, inoltre, è prevista la possibilità, se l'atto costitutivo lo prevede, di un'assegnazione delle azioni non proporzionale al valore dei conferimenti. In particolare, considerando che l'ammontare del capitale sociale non può essere inferiore al valore complessivo dei conferimenti, l'assegnazione delle azioni può seguire scelte diverse che tengano conto dell'apporto di elementi utili per l'attività della società che, però, non possono essere imputati a capitale sociale perché non presentano i requisiti richiesti¹²⁰.

Per le società per azioni non sono ammessi, infatti, i conferimenti di prestazioni di opere e di servizi, a meno che, a seguito di tale tipo di apporto, non si emettano strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali e/o amministrativi, con esclusione del voto nell'assemblea generale degli azionisti¹²¹. Gli strumenti finanziari partecipativi, che saranno oggetto di approfondimento nel prossimo capitolo, rappresentano una delle più significative novità apportate con la riforma societaria; essi consentono, infatti, di reperire i necessari mezzi di finanziamento evitando l'ingerenza nelle decisioni della società dei possessori degli stessi.

Importanti novità introdotte dalla riforma hanno interessato anche l'emissione di obbligazioni. In particolare, al fine di agevolare il ricorso a questo strumento di indebitamento, la riforma prevede che l'emissione delle obbligazioni possa essere deliberata dall'organo amministrativo e, allo stesso tempo, ha ampliato i limiti all'emissione delle stesse (*la società può emettere obbligazioni per un ammontare complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato*). L'art. 2411 del Codice civile, inoltre, introduce le obbligazioni subordinate, il cui rimborso e pagamento degli interessi può essere subordinato

¹¹⁹ Cfr. DI PACE M., *Le opportunità offerte dalle nuove tipologie di azioni*, in *PMI*, n. 5, maggio 2005, pag. 17-21 e RICCIARDI A., *S.p.A. e S.r.l.: conferimenti e forme di finanziamento*, Inserto in *Amministrazione & Finanza*, n. 7, luglio 2009, pag. IV-VII.

¹²⁰ Cfr. COLAVOLPE A., *La nuova disciplina delle categorie di azioni*, in *Le società*, n. 12, 2003, pag. 1591 e ss..

¹²¹ Cfr. SALAFIA V., *Il conferimento*, op. cit., pag. 1577.

alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società, e le obbligazioni a rendimento variabile, il cui rimborso e pagamento degli interessi sono legati ad elementi oggettivi relativi anche all'andamento economico della società¹²².

Altro elemento interessante della riforma del diritto societario riguarda la possibilità riconosciuta alle società per azioni di costituire uno o più patrimoni destinati a specifici affari e distinti rispetto al restante patrimonio sociale. Il nuovo istituto dei patrimoni destinati ad uno specifico affare, disciplinato dall'art. 2447-*bis* all'art. 2447- *dieces* del Codice civile, offre numerosi spunti di riflessione.

Uno degli elementi fondamentali della disciplina dei patrimoni dedicati è innanzitutto la realizzazione di uno specifico affare, dove il termine «*affare*» indica un'attività identificata in termini adeguatamente precisi, che comporta l'attuazione di atti giuridici leciti, di contenuto patrimoniale, reciprocamente correlati. L'affare, inoltre, deve essere compatibile con l'oggetto sociale della società ma non può coincidere con esso¹²³.

In base a quanto stabilito dalla riforma, l'istituto dei patrimoni destinati ad uno specifico affare, può realizzarsi secondo due distinte modalità di attuazione che presentano notevoli differenze per quanto riguarda il contenuto della disciplina e la funzionalità pratica. L'art. 2447 *bis* infatti, prevede la possibilità di:

- costituire i patrimoni destinati propriamente detti, cioè di *costituire uno o più patrimoni, ciascuno dei quali destinato in via esclusiva ad uno specifico affare*;
- *prevedere nel contratto relativo al finanziamento di uno specifico affare che i proventi dell'affare stesso, o parte di essi, siano destinati al rimborso totale o parziale del finanziamento stesso*; questa è l'ipotesi in cui si configurano quelli che sono definiti «finanziamenti destinati»¹²⁴.

Nella prima ipotesi, si individua all'interno della società una parte di patrimonio, giuridicamente distinta, destinata allo svolgimento di una particolare operazione economica.

Questa ipotesi corrisponde sostanzialmente alla costituzione di una nuova società con il vantaggio di non dover sopportare i costi di costituzione e di funzionamento. Tale modello è adottato, prevalentemente, per il perseguimento di un obiettivo a rischi elevati, che la società non è disposta ad affrontare se non nei limiti delle risorse da destinare.

¹²² Cfr. DOMENICHELLI O., *Effetti della riforma*, op. cit., pag. 15-17.

¹²³ Cfr. RIZZI L.– TOSTI E., *Patrimoni e finanziamenti destinati ad uno specifico affare*, in *PMI*, n. 12, dicembre 2003, pag. 17.

¹²⁴ Cfr. SILVESTRI A., *Il patrimonio netto*, in FABBRINI G.– MUSAIO A. (a cura di), *Contabilità e bilancio. Fondamenti e disciplina*, F. Angeli, Milano, 2004, pag. 472.

Nella seconda ipotesi, invece, il patrimonio si costituisce mediante la sottoscrizione di un contratto di finanziamento con un terzo investitore e, a differenza della prima ipotesi, è previsto espressamente l'ingresso di nuovi mezzi finanziari nella società. Tale forma è quindi, utilizzata per realizzare un obiettivo a costi elevati che la società non può affrontare senza il sostegno finanziario di terzi¹²⁵.

L'istituto dei patrimoni destinati si pone come obiettivo quello di agevolare il finanziamento alle imprese attraverso il coinvolgimento di soggetti, che sono disposti ad investire i propri capitali in singole operazioni, sia sotto forma di veri e propri finanziamenti rimborsabili con i proventi di un affare, sia sotto forma di partecipazione al rischio del singolo affare.

L'aspetto che accomuna questi due diversi modelli è il fatto che la costituzione di patrimoni, così come la stipulazione di finanziamenti destinati, origina patrimoni distinti e svincolati dal patrimonio generale della società. Il patrimonio dedicato, in particolare, è insensibile alle vicende del patrimonio originario e viceversa. Ciò significa che, delle obbligazioni contratte per realizzare lo specifico affare, risponde soltanto il patrimonio destinato mentre, il patrimonio della società non ne risulta interessato. Allo stesso tempo, il patrimonio destinato non risponde delle obbligazioni estranee allo specifico affare le quali aggrediscono il restante patrimonio sociale.

Le due fattispecie, inoltre, rispondono ad una logica comune: quella di facilitare la realizzazione di determinati affari. Può accadere, pertanto, che una società possa fare ricorso ad entrambi i modelli per avvalersi dei diversi vantaggi che essi presentano¹²⁶.

Tuttavia, la disciplina dei finanziamenti destinati è molto più semplice rispetto a quella prevista per i patrimoni dedicati.

Limitatamente alla costituzione di patrimoni destinati, il Codice civile, infatti, prevede:

- 1) che essi possano essere costituiti per un valore non superiore al dieci per cento del patrimonio netto della società, al fine di impedire un'eccessiva frammentazione del patrimonio sociale;
- 2) che l'affare, per l'esercizio del quale il patrimonio è destinato, non possa riguardare attività riservate in base a leggi speciali; ciò al fine di evitare che, attraverso l'espedito del patrimonio dedicato, si possano svolgere attività soggette ad autorizzazione.

¹²⁵ Cfr. *ivi* pag. 473.

¹²⁶ Cfr. FRAU A., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare, Riflessioni sparse in una prospettiva economico-aziendale*, in *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, luglio-agosto, 2006, pag. 458 e ss..

Queste disposizioni non riguardano i finanziamenti destinati, per i quali, come si è già detto, la costituzione del patrimonio separato avviene sulla base di un contratto di finanziamento. In azienda, infatti, in base a tale forma, affluiscono nuovi mezzi finanziari il cui rimborso è legato principalmente all'esito dell'affare cui è destinato il patrimonio separato. L'unica imposizione da parte della disciplina, riguarda la definizione del contenuto minimo e inderogabile del contratto¹²⁷.

Come stabilito dal Decreto Legislativo n° 37 del 2004, il quale ha modificato l'ultimo comma dell'art. 2447-*ter*, il potere di deliberare la possibilità di destinare parte del patrimonio al raggiungimento di uno specifico affare, spetta all'organo amministrativo. In base a tale disposizione, per la realizzazione di uno specifico affare, non è necessaria una modifica dell'atto costitutivo della società. È necessario, tuttavia, individuare e specificare i beni e i rapporti giuridici che costituiscono la porzione di patrimonio societario da destinare in via esclusiva alla realizzazione dell'affare e gli eventuali apporti dei terzi. Ciò è reso necessario perché essi rappresentano l'unica garanzia patrimoniale per i creditori venutisi a creare in relazione allo specifico affare.

Per seguire l'evoluzione dell'affare e per controllarlo è previsto l'obbligo di:

- tenere una specifica contabilità per i beni costituenti il patrimonio destinato (art. 2447-*sexies*);
- indicare separatamente, in sede di bilancio, i beni costituenti il patrimonio destinato nello Stato Patrimoniale della società e illustrare nella Nota integrativa il valore e la tipologia dei beni separati, nonché dei criteri di attribuzione degli elementi comuni di costo e di ricavo (art. 2447-*septies*, commi 1 e 3);
- redigere un resoconto allegato al bilancio, redatto secondo quanto previsto dagli articoli 2423 e seguenti del Codice civile, in cui si descrive l'attività svolta dalla società nella realizzazione dello specifico affare (art. 2447-*septies*, comma 2)¹²⁸.

L'esistenza di uno o più patrimoni dedicati comporta, pertanto, la tenuta dei libri e delle scritture contabili, previsti negli artt. 2214 e seguenti, separatamente dai libri e dalle scritture cui è tenuta la società. Ciò al fine di soddisfare la necessità di individuare in modo

¹²⁷ Cfr. MUSAIO A., *La riforma del diritto societario. Profili economico-aziendali*, Franco Angeli, Milano, 2005, pag. 247.

¹²⁸ Cfr. IANNIELLO B., *Patrimoni destinati: la nuova disciplina introdotta dalla riforma societaria*, in *Guida alla contabilità & bilancio*, Il Sole 24 Ore, n. 19, 24 ottobre 2005, pag. 8-9 e SCETTRI S., *Patrimoni e finanziamenti destinati ad uno specifico affare: aspetti contabili*, in *Guida alla contabilità & bilancio*, Il Sole 24 Ore, n. 6, 3 aprile 2006, pag. 14-17. Per una disamina più approfondita delle regole di rendicontazione dei patrimoni destinati a specifici affari si rimanda inoltre a MUSAIO A., *La riforma del diritto societario*, op. cit., pag. 242 e ss..

inequivocabile le operazioni effettuate. Tuttavia, risulta essere poco chiaro se l'obbligo di tenuta dei registri prevede l'istituzione di appositi libri contabili o se sia sufficiente utilizzare sezioni separate di quelli già esistenti.

In caso di emissione di strumenti finanziari, inoltre, si deve tenere anche un libro in cui siano contenute le informazioni relative all'emissione e cioè, le caratteristiche degli strumenti, l'ammontare di quelli emessi e di quelli estinti, le generalità dei titolari, gli eventuali trasferimenti e vincoli ad essi relativi.

L'obiettivo di una contabilità e di una rendicontazione finale distinta è quello di impedire che il patrimonio separato possa confondersi con il patrimonio generale della società.

La norma, tuttavia, non definisce le modalità con cui dare attuazione agli obblighi di rappresentazione separata.

Nel Codice civile, infatti, non sono esplicitati i rapporti che devono esistere tra Conto economico relativo a ciascun patrimonio dedicato e Conto economico generale della società. Si presume, inoltre, che lo schema da adottare per il rendiconto da allegare al bilancio, il quale dovrebbe contenere, al termine di ciascun periodo, l'informazione economica su ciascun patrimonio destinato, nonché i criteri di valutazione e di iscrizione dei beni appartenenti alla società ma destinati allo specifico affare, debba avvenire secondo le regole di formazione del bilancio d'esercizio previste agli artt. 2424 del Codice civile e successivi, come lascia intendere il secondo comma dell'art.2447-*septies*. Tali problematiche si estendono anche sugli obblighi d'informativa in Nota integrativa. Tenendo presente, inoltre, che i beni compresi nei patrimoni separati vengono rappresentati nello Stato Patrimoniale, nei rendiconti allegati al bilancio e in Nota integrativa, sarebbe necessario individuare le finalità e i caratteri distintivi di ciascuna classe di informazione.

Importanti proposte interpretative delle norme che disciplinano l'istituto dei patrimoni dedicati sono fornite dal principio contabile OIC 2 – *Patrimoni destinati ad uno specifico affare*. In esso si precisa che, per ogni patrimonio destinato e per ogni specifico affare, si devono tenere:

- il libro giornale, nel quale dovranno essere rilevati i fatti aziendali secondo il metodo contabile tradizionale (partita doppia);
- il libro degli inventari, nel quale, nell'ipotesi in cui l'affare abbia una durata pluriennale, dovrà essere riportato l'inventario iniziale, comprendente le attività e le passività al momento della costituzione del patrimonio, e l'inventario finale, quello cioè redatto alla fine di ciascun esercizio.

Bisogna tenere, inoltre, tutte le altre scritture contabili richieste dalla natura e dalle dimensioni dell'azienda, come il libro mastro, il libro di magazzino, il libro cassa, ecc.

Il principio, inoltre, precisa che le registrazioni effettuate nella contabilità del singolo affare devono poi confluire nella contabilità generale della società, ai fini della redazione del bilancio¹²⁹.

Per quanto riguarda il rendiconto da allegare al bilancio, nel principio contabile in questione, si afferma che tale documento non può essere considerato come un semplice elenco di entrate, di uscite, di costi e di ricavi. Al contrario, dato che la norma rimanda agli artt. 2423 e successivi del Codice civile, il rendiconto del patrimonio destinato rappresenta un bilancio a tutti gli effetti, composto da uno Stato patrimoniale dello specifico affare, un Conto economico dello specifico affare, una nota di commento¹³⁰.

2.3 Il finanziamento delle imprese e l'accordo di Basilea 2: cenni

Un ulteriore impulso a modificare il comportamento finanziario delle imprese giunge dall'entrata in vigore¹³¹ del Nuovo Accordo sul Capitale (*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*), approvato dal Comitato di Basilea¹³², recepito nel nostro Paese con la Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006 della Banca d'Italia (*Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*), che ha inciso profondamente sul rapporto banca-impresa. Tale necessità è avvertita in particolar modo dalle imprese di piccola e media dimensione le quali, come si è già avuto modo di sottolineare, costituiscono il «tessuto connettivo del sistema produttivo italiano»¹³³.

¹²⁹ Cfr. PISONI P.– BAVA F.– BUSO D., *Patrimoni e finanziamenti destinati ad uno specifico affare: la disciplina dell'OIC 2*, in *Guida alla contabilità & bilancio*, Il Sole 24 Ore, n. 19, 24 ottobre 2005, pag. 13-14.

¹³⁰ Cfr. *ivi* pag. 14-21 e SCETTRI S., *Patrimoni e finanziamenti*, *op. cit.*, pag. 14-17.

¹³¹ Il Nuovo Accordo è entrato in vigore il 1° gennaio 2007. Per le banche che hanno adottato i metodi più avanzati di calcolo dei rischi di credito e operativi, invece l'accordo in questione è entrato in vigore il 1° gennaio 2008. È previsto, inoltre, un periodo transitorio che avrà termine alla fine del 2009 in modo da poter esaminare eventuali limiti e difficoltà applicative della nuova disciplina.

¹³² Il Comitato di Basilea è l'organismo, costituitosi per l'appunto a Basilea nel 1974, formato dai governatori delle banche centrali dei dieci Paesi più industrializzati a quell'epoca, attraverso il quale si concordano comuni principi per l'esercizio della funzione di controllo sulle banche. Si osservi che tali principi non hanno valenza normativa ma costituiscono linee guida da recepire in leggi dai singoli Paesi. Attualmente i membri che costituiscono il Comitato provengono da Belgio, Canada, Francia, Germania, Italia, Giappone, Lussemburgo, Paesi Bassi, Spagna, Svezia, Svizzera, Regno Unito e Stati Uniti.

¹³³ Si veda PROVVIDENZA A.– TURRISI G., *La riforma del diritto societario e la promozione di taluni processi di innovazione finanziaria nell'economia delle piccole e medie imprese siciliane*, in FARACI F. (a cura di), *Nuovo Accordo sul Capitale delle banche e riforma del diritto societario*, F. Angeli, Milano, 2007, pag. 334.

Le innovazioni normative introdotte dal cosiddetto Accordo Basilea 2, infatti, impongono l'impiego di metodologie più avanzate per la misurazione e gestione del rischio e un rafforzamento dell'azione di vigilanza. Le piccole e medie imprese del nostro Paese potrebbero, pertanto, trovarsi in difficoltà a causa della restrizione del credito e dell'aumento del costo del finanziamento.

L'accordo in esame, infatti, si pone come obiettivo quello di stabilire un rapporto più stretto e oggettivo tra il patrimonio che la banca deve accantonare a seguito dell'erogazione del finanziamento e la rischiosità dell'impresa finanziata.

Per definire il rischio di solvibilità delle controparti, associando a ciascuna di esse un coefficiente che esprima effettivamente il livello di rischiosità e per poter esprimere, in definitiva, un giudizio sul merito creditizio delle imprese, si è introdotto lo strumento del *rating*, che quantifica la probabilità che l'impresa fallisca nei successivi dodici mesi (*probability of default*)¹³⁴. In particolare, in funzione del *rating* associato all'azienda finanziata la banca è tenuta ad effettuare un corrispondente accantonamento patrimoniale e nei rapporti con le imprese più rischiose, sarà indotta a ridurre gli affidamenti e ad aumentare il costo del denaro¹³⁵.

Per le imprese il *rating* si qualifica, invece, come una vera propria variabile strategica, in quanto esprime lo stato di salute delle stesse e rappresenta un'opportunità per pianificare il proprio sviluppo. Esso, infatti, consente di regolare il costo e l'efficienza delle scelte relative alla struttura finanziaria e supporta il *management* a definire gli obiettivi di gestione. L'impresa, quindi, deve impegnarsi per misurare, gestire e comunicare la propria rischiosità finanziaria¹³⁶.

Dall'Accordo di Basilea 2 ne consegue, pertanto, la necessità di migliorare la trasparenza dell'apparato contabile delle imprese e la competitività delle stesse, di massimizzare i risultati economici positivi e di possedere una adeguata cultura di carattere finanziario¹³⁷. Le imprese, infatti, devono essere in grado di autovalutarsi attraverso l'analisi di bilancio in modo da poter individuare, sulla base della costruzione di appositi indici, i punti di debolezza e le necessarie misure correttive, così come già osservato nel precedente capitolo. In particolare, si tratta di

¹³⁴ Il *rating* può essere elaborato dalle aziende internazionali (Standard & Poor's, Moody's e altre) oppure dalle banche stesse.

¹³⁵ Cfr. GRASSO G.R.– MALAGOLI S., *Basilea 2, PMI e opportunità per il private equity*, in CARLOTTI M. (a cura di), *Tecniche di private equity*, Egea, Milano, 2006, pag. 37-39.

¹³⁶ Cfr. GRASSO G.R.– MALAGOLI S., *Basilea 2*, op. cit., pag. 41 e DE LUCA P., *Il rischio d'azienda al variare dei gradi di leva*, in *Amministrazione & Finanza*, n. 18, 30 settembre 2007, pag. 30-33.

¹³⁷ Cfr. PROVVIDENZA A.– MEZZATESTA O., *Basilea 2 e i rapporti tra sistema finanziario ed impresa: la qualificazione della dimensione relazionale*, in FARACI F. (a cura di), *Nuovo Accordo sul Capitale delle banche e riforma del diritto societario*, F. Angeli, Milano, 2007, pag. 114 e ss.

definire il grado di patrimonializzazione, espresso dal *leverage*, la redditività, espressa dal ROE e dal ROI, e l'equilibrio fra fonti di finanziamento e investimenti, espresso dall'*indice di copertura relativo delle immobilizzazioni* e dall'*indice di liquidità assoluta* o *quick ratio*¹³⁸.

Di conseguenza, risulta opportuno ridefinire la struttura del Passivo e ricercare un maggiore equilibrio tra mezzi propri e indebitamento.

Infatti, poiché rientrano negli stringenti parametri di Basilea 2 le imprese più patrimonializzate e con un minor livello di indebitamento, per poter adeguarsi agli standard di detto accordo, oltre a migliorare l'informativa aziendale, risulta opportuno aprire il capitale a nuovi soci, utilizzando magari i nuovi strumenti finanziari introdotti dalla riforma societaria del 2003 e ricorrendo a intermediari finanziari specializzati ad investire in società che presentano un buon potenziale di sviluppo (c.d. fondi di *private equity*)¹³⁹.

¹³⁸ Cfr. RICCIARDI A., *L'impatto di Basilea 2 sulla gestione finanziaria delle imprese: rischi e opportunità*, in *Amministrazione & Finanza*, n. 4, aprile 2009, pag. 77.

¹³⁹ Cfr. PROVVIDENZA A. – MEZZATESTA O., *Basilea*, op. cit., pag. 164.

CAPITOLO TERZO

Gli strumenti finanziari partecipativi

3.1 Gli strumenti finanziari partecipativi: caratteri e finalità

Nelle società per azioni, a seguito dell'entrata in vigore del D.Lgs. 17 gennaio 2003 n. 6, è possibile emettere, accanto alle azioni, tradizionali titoli rappresentativi del capitale di rischio, e alle obbligazioni, titoli rappresentativi del capitale di debito, strumenti finanziari partecipativi.

Al fine di fronteggiare l'occorrenza della società di procurarsi prestazioni vitali per l'esercizio della sua attività, infatti, l'art. 2346, ultimo comma, del Codice civile, così come novellato dalla riforma societaria, riconosce la possibilità di emettere, a seguito di apporti anche di opera o servizi da parte di soci o di terzi, strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali e/o amministrativi, con esclusione del voto nell'assemblea generale degli azionisti.

L'intento del legislatore, come già sottolineato in precedenza, è di ampliare le modalità di acquisizione dei diversi fattori produttivi necessari allo svolgimento della gestione arricchendo la struttura finanziaria delle società per azioni di un nuovo strumento che, a seconda delle specifiche esigenze della singola società, assume determinate caratteristiche¹⁴⁰.

La riforma del diritto societario di fatto non disciplina direttamente questo nuovo canale di finanziamento, ma rimette gran parte della disciplina dell'istituto in questione all'autonomia statutaria¹⁴¹.

¹⁴⁰ In realtà possono accedere a tale forma di finanziamento anche le società in accomandita per azioni, mentre ne restano escluse tutte le altre tipologie di società comprese le società a responsabilità limitata.

¹⁴¹ Il legislatore ha, infatti, dettato poche disposizioni in materia di strumenti finanziari partecipativi lasciando spazio a diverse perplessità di interpretazione. A tal proposito si veda DIMUNDO F., *Commento all'art. 2346 c.c.*, in LO CASCIO G. (a cura di), *La riforma del diritto societario, Società per azioni artt. 2346-2379 ter c.c.*,

Si ritiene che il legislatore, non delineando in maniera netta la fattispecie degli strumenti finanziari partecipativi, abbia voluto agevolare l'impiego di tutti gli espedienti possibili per il finanziamento dell'impresa, delineando un nuovo equilibrio tra autonomia societaria e disciplina giuridica rivolto a respingere una tutela indiscriminata dei terzi¹⁴².

La norma innanzitutto non individua, nell'ambito della vasta categoria degli strumenti finanziari, quali titoli presentino le caratteristiche più consone per assolvere al meglio alle funzioni di questo nuovo istituto. La nozione di strumento finanziario prevista dall'art. 2426 del Codice Civile non coincide, infatti, con quella contenuta nel Testo Unico Finanziario (T.U.F.)¹⁴³ in ragione del fatto che tale figura è stata introdotta non tanto e non solo per il mercato finanziario, ma soprattutto per offrire alla piccola e media impresa un possibile canale di finanziamento¹⁴⁴.

Così come previsto dal sesto comma dell'art. 2346 del Codice civile, anche le modalità di emissione e di circolazione degli strumenti finanziari partecipativi sono disciplinate dallo statuto sociale. Ciò significa che il legislatore non specifica, neppure in una norma

Giuffrè, Milano, 2003, pag. 10; FONDAZIONE LUCA PACIOLI, *Azioni e strumenti finanziari partecipativi*, Circolare n. 13/2003, Documento n. 25 del 16 dicembre 2003, pag. 15-19, MAGLIULO F., *Le categorie di azioni e strumenti finanziari della nuova s.p.a.*, Ipsoa, Milano, 2004, pag. 28 e FARACI F. (a cura di), *Nuovo accordo sul capitale delle banche e riforma del diritto societario*, F. Angeli, Milano, 2007, pag. 205 .

¹⁴² Cfr. GAMBINO A., *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Giurisprudenza commerciale*, n. 1, 2002, pag. 644 e ss.. L'autore, in particolare, sottolinea come la riforma consenta la realizzazione di diversi modelli di *corporate governance* e di ampliare le opportunità di finanziamento per l'impresa.

¹⁴³ L'art. 1 del D.Lgs. n. 58/98 (T.U.F.), secondo comma, con riferimento alle società quotate, definisce strumenti finanziari:

- « a) le azioni e gli altri titoli rappresentativi di capitale di rischio negoziabili sul mercato dei capitali;
b) le obbligazioni, i titoli di Stato e gli altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali;
c) le quote di fondi comuni di investimento;
d) i titoli normalmente negoziati sul mercato monetario;
e) qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permetta di acquisire gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e i relativi indici;
f) i contratti futures [...];
g) i contratti di scambio a pronti e a termine (swaps) su tassi di interesse, su valute, su merci nonché su indici azionari (equity swaps), anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;
h) i contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi di interesse, a valute, a merci e ai relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;
i) i contratti di opzione per acquistare o vendere gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e i relativi indici, nonché i contratti di opzione su valute, su tassi di interesse, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;
j) le combinazioni di contratti o di titoli indicati nelle precedenti lettere».

Secondo i principi contabili internazionali, IAS 32, paragrafo 11, invece, uno strumento finanziario è «qualsiasi contratto che dia origine ad una attività finanziaria per un'impresa e, di contro, ad una passività finanziaria o ad un altro strumento rappresentativo del patrimonio netto per un'altra entità»

¹⁴⁴ Cfr. TOMBARI U., *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, C.C.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in G. GIANNELLI (a cura di), *Gli strumenti finanziari nella riforma della società di capitali*, in *Rivista del Diritto Commerciale*, n. 1-2-3, gen.-feb.-mar. 2006, pag. 147.

eventualmente derogabile dallo statuto, l'organo sociale al quale spetta la decisione di emettere tali strumenti.

In generale, tuttavia, si ritiene che, se l'autonomia statutaria non prevede diversamente, la loro emissione sia di competenza dell'organo amministrativo, il quale stabilisce il tipo, l'entità dell'apporto e il numero dei titoli da emettere. Tale presunzione discende dalla considerazione che le competenze dell'assemblea dei soci, sia in sede ordinaria che straordinaria, sono individuate in modo categorico dalla normativa la quale demanda all'organo amministrativo le altre operazioni inerenti il conseguimento dell'oggetto sociale. Pertanto, prendendo atto che l'emissione degli strumenti finanziari partecipativi non è compresa nell'elenco delle incombenze riservate ai soci e che essa si configura come un'operazione inerente alla gestione dell'impresa, si ritiene di conseguenza che l'operazione in questione sia da iscrivere fra le competenze dell'organo amministrativo¹⁴⁵.

Nello statuto della società emittente, inoltre, si definisce se gli strumenti finanziari partecipativi sono trasferibili a terzi e secondo quali modalità. Infatti, anche se gli strumenti finanziari, soprattutto a fronte di un apporto d'opera o di servizi, si distinguono e si preferiscono rispetto alla stipula di un apposito contratto per la possibilità di liberarsi di essi trasferendoli a terzi, in alcuni casi, l'eventuale intrasferibilità può essere necessaria a causa della natura dell'apporto¹⁴⁶. Con riferimento a ciò, lo statuto, se si ritiene opportuno, può addirittura subordinare la possibilità di trasferire o meno gli strumenti finanziari partecipativi al consenso degli amministratori. In base alle previsioni statutarie circa la circolazione di tali strumenti, pertanto, si possono delineare strumenti finanziari partecipativi:

- non trasferibili;
- e qualora ne sia consentito il trasferimento:
 - nominativi;
 - al portatore;
 - non cartolarizzati.

Per quanto riguarda la natura dell'apporto, si ritiene che l'enunciazione «...a seguito dell'apporto da parte di soci o di terzi anche di opere o servizi» adottata dalla legge stia ad

¹⁴⁵ Si osservi, inoltre che, per fidelizzare il lavoratore al destino dell'azienda, gli strumenti in esame possono essere emessi anche a favore dei dipendenti o delle società controllate. In questo caso si ritiene che l'emissione degli strumenti partecipativi sia di competenza dell'assemblea straordinaria dei soci che, come stabilito dall'art. 2349 C.c., delibera in merito «alle condizioni di esercizio dei diritti attribuiti, alla possibilità di trasferimento ed alle eventuali cause di decadenza o riscatto». Cfr. SCARABINO R., *Gli strumenti finanziari partecipativi*, Editrice Le Fonti, Milano, 2006, pag. 65-68 e TURCO M., *Aspetti giuridici e contabili degli strumenti finanziari partecipativi*, Quaderno Monografico RIREA n. 34, 2005, pag. 7-11.

¹⁴⁶ Ad esempio nell'ipotesi in cui per la società è rilevante l'identità del soggetto che deve effettuare la prestazione.

indicare che attraverso questi strumenti sia possibile apportare qualsiasi attività suscettibile di valutazione economico-patrimoniale, comprendendo anche quelle prestazioni che non possono formare oggetto di un vero e proprio conferimento. Gli apporti correlati agli strumenti finanziari, infatti, non potendo essere imputati a capitale sociale, rappresentano una situazione completamente differente rispetto al conferimento e pertanto, non è prevista alcuna limitazione imperativa¹⁴⁷. È proprio il termine «*apporto*» che distingue gli strumenti finanziari partecipativi dagli altri titoli, quali azioni e obbligazioni¹⁴⁸.

In linea generale, a fronte dell'emissione di strumenti finanziari partecipativi è possibile apportare:

- entità patrimoniali conferibili (denaro, beni in natura, crediti)¹⁴⁹;
- entità patrimoniali che pur dotate di utilità economica non sono conferibili (opere e servizi)¹⁵⁰.

L'introduzione degli strumenti finanziari partecipativi, pertanto, in attuazione dell'art. 4, comma 6, lettera c, della legge delega 3 ottobre 2001, n. 366¹⁵¹, ha permesso di ovviare alla inammissibilità, prevista per le società per azioni, dei conferimenti di prestazioni di opere e di servizi. Tale divieto è stato introdotto nel 1986 dalla II Direttiva CEE in materia societaria a causa dell'elevato margine di incertezza circa l'effettiva realizzazione delle prestazioni d'opera e di servizi¹⁵². Esse, infatti, si protraggono necessariamente nel tempo, richiedono un obbligo di collaborazione da parte del conferente e possono diventare irrealizzabili sia per

¹⁴⁷ Cfr. OIC, Documento n. 1, *I principali effetti della riforma del diritto societario sulla redazione del bilancio d'esercizio*, 25 ottobre 2004, pag. 50.

¹⁴⁸ Con riferimento alle azioni si parla, infatti, di conferimento, mentre con riferimento alle obbligazioni si parla di prestito.

¹⁴⁹ Si osserva che quando l'apporto è in denaro l'obiettivo è proprio quello di accrescere i mezzi finanziari della società.

¹⁵⁰ Si veda, tra gli altri, FONDAZIONE ARISTEIA, *Profili contabili degli strumenti finanziari ex art.2346, comma sesto C.c.*, documento n. 69, gennaio 2007, pag. 4 e ss..

¹⁵¹ La legge delega 366/2001 contiene una serie di disposizioni miranti a raggiungere una maggiore flessibilità organizzativa e partecipativa delle società di capitali ed in particolare, della società per azioni. In particolare al fine di consentire alle società per azioni di «*acquisire ogni elemento utile per il proficuo svolgimento dell'attività sociale*», l'art. 4, comma 6, della suddetta legge prescrive di disciplinare «*la possibilità, i limiti e le condizioni di emissione di strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi*».

¹⁵² Prima della II Direttiva comunitaria si ammetteva la conferibilità di ogni elemento ritenuto utile per il raggiungimento dell'oggetto sociale e quindi, anche delle prestazioni d'opere e di servizi; successivamente, l'ordinamento giuridico ha dato rilevanza al fatto che il capitale, oltre alla sua funzione produttivistica, assolve un'importante funzione di garanzia per i creditori sociali. Ciò ha comportato la necessità di individuare le entità che possono essere oggetto di conferimento escludendo quelle che non sono pignorabili, non espropriabili o non destinate allo scambio. Nella disciplina dei conferimenti nella società per azioni, è stato così introdotto il principio dell'effettività del capitale sociale in base al quale «*in nessun caso il valore dei conferimenti può essere complessivamente inferiore all'ammontare globale del capitale sociale*» (art. 2346, comma 5, c.c.).

L'art. 7 della Direttiva n. 77/91/CEE, inoltre, stabilisce che «*il capitale sottoscritto può essere costituito unicamente da elementi dell'attivo suscettibili di valutazione economica. Tali elementi dell'attivo non possono, tuttavia, essere costituiti da impegni di esecuzione di lavori o di prestazioni di servizi*».

cause imputabili al socio che non imputabili allo stesso. Tale divieto sembrerebbe risolversi attraverso l'emissione degli strumenti finanziari partecipativi. Il debutto delle prestazioni d'opera e servizi nell'organizzazione societaria è, difatti, ammesso tramite la sottoscrizione degli strumenti finanziari in oggetto¹⁵³.

Questa soluzione, in altri termini, consente alla società di beneficiare di questa tipologia di apporti offrendo ai soci o ai terzi un privilegio, che può consistere in diritti patrimoniali e/o amministrativi, rispettando allo stesso tempo la previsione comunitaria. Si ricorda, infatti, che non si tratta di conferimento ma di apporto che non può essere imputato a capitale.

Nell'ipotesi, in particolare, di strumenti finanziari partecipativi emessi a favore di soci, il rapporto sottostante all'emissione dei suddetti strumenti non è in alcun modo collegato alla partecipazione al capitale del singolo socio.

L'istituto degli strumenti finanziari partecipativi, in altre parole, da un lato permette alla società per azioni di acquisire facilmente importanti utilità, dall'altro separa l'apporto di opere e servizi dalle sorti di un'eventuale partecipazione alla società¹⁵⁴.

Affinché sia possibile parlare di strumenti finanziari partecipativi però è necessario che ai titolari si conferiscano particolari diritti di natura partecipativa. Ed è ancora una volta nello statuto che i diritti patrimoniali e amministrativi inerenti agli strumenti finanziari in questione sono differentemente combinati¹⁵⁵.

I diritti connessi all'emissione di strumenti finanziari partecipativi rappresentano il corrispettivo spettante al sottoscrittore a fronte dell'apporto effettuato. Nello specifico, essi possono essere patrimoniali o patrimoniali ed amministrativi; gli strumenti finanziari partecipativi, infatti, non possono essere mai privi di diritti patrimoniali, in quanto essi esprimono la natura e la causa dell'operazione economica su cui si fonda l'emissione di detti strumenti, a differenza dei diritti amministrativi che costituiscono solo un'opzione rivolta ad accrescere il contenuto ed il rilievo degli strumenti stessi. Tuttavia, considerando che uno strumento finanziario si definisce partecipativo se è dotato di diritti amministrativi, gli strumenti finanziari che attribuiscono solo diritti patrimoniali risultano privi di un loro imprescindibile attributo¹⁵⁶.

¹⁵³ Cfr. RICCIARDI A., *S.p.A. e S.r.l.*, op. cit., pag. VII.

¹⁵⁴ Per una disamina più approfondita sul divieto di conferire opere e servizi nella S.p.A. si veda SCARABINO R., *Gli strumenti*, op. cit., pag. 11 e ss..

¹⁵⁵ Gli strumenti finanziari in questione sono stati definiti da alcuni Autori come strumenti tipici, in quanto espressamente previsti dalla legge, ma dal contenuto atipico, in quanto i diritti patrimoniali e/o amministrativi riconosciuti ai sottoscrittori sono individuati sulla base di quanto stabilito nello statuto della società. Cfr.ivi pag. 23 e ss..

¹⁵⁶ Si ritiene che l'espressione «strumenti finanziari forniti di *diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi*» contenuta nell'art. 2346 c.c. lasci intendere che i diritti patrimoniali, a differenza dei diritti

La concreta individuazione dei diritti patrimoniali e amministrativi, come già detto, è rimessa all'autonomia privata. Non essendo previsto alcun limite legislativo in merito alla definizione dei diritti patrimoniali, essi possono assumere qualsiasi forma permettendo alle società emittenti di riconoscere ai titolari di strumenti partecipativi le più svariate forme di remunerazione. In particolare, i diritti patrimoniali possono consistere in:

- *diritti alla corresponsione di interessi*. In questo caso, così come avviene per le obbligazioni, il diritto patrimoniale non sarà legato all'andamento economico della società;
- *diritti alla partecipazione di utili*. Nello statuto si specificherà se il titolare dello strumento in questione avrà diritto ad una quota di utili fissa o variabile e in questo caso, crescente o decrescente nel tempo. In realtà, la remunerazione dell'investimento può consistere anche in una partecipazione al risultato della gestione caratteristica, al risultato operativo o al volume d'affari oppure essere collegata all'andamento degli indici che, costruiti con riferimento alle voci di bilancio, esprimono la funzionalità aziendale, quali ad esempio il Roi e il Roe¹⁵⁷;
- *diritti alla restituzione dell'apporto*. La restituzione dell'apporto, in genere, avviene in una data prestabilita non coincidente con la scadenza della società e ad un valore commisurato ai risultati economici conseguiti;
- *diritti alla liquidazione dell'apporto*. In questo caso il rimborso dell'apporto avviene in sede di cessazione della società e, in genere, in via postergata rispetto agli altri creditori sociali. Tuttavia, lo statuto, considerando che l'apporto non è imputato a capitale sociale, può prevedere una liquidazione anticipata;
- *diritto di opzione*. Nello statuto possono essere previste particolari condizioni che garantiscano ai titolari degli strumenti finanziari partecipativi il diritto di opzione sulle successive emissioni di tali strumenti. Si precisa che non è possibile attribuire ai titolari di strumenti partecipativi il diritto di opzione sulla sottoscrizione di nuove azioni trattandosi di un diritto espressamente riservato ai soci;
- *diritto di conversione in altri strumenti finanziari o in titoli azionari*. Si tratta di un diritto esplicitamente riconosciuto nella relazione ministeriale ai possessori di strumenti finanziari. Per evitare di eludere il diritto di opzione spettante agli azionisti, tuttavia, è

amministrativi che possono anche non essere riconosciuti, rappresentino una condizione indispensabile alla sottoscrizione degli strumenti partecipativi.

¹⁵⁷ Cfr. TURCO M., *Aspetti giuridici*, op. cit., pag. 8.

necessario che gli strumenti finanziari convertibili siano preliminarmente offerti in opzione agli azionisti;

- *qualsiasi forma di remunerazione dell'investimento che non implichi necessariamente una partecipazione ai risultati economici di gestione*¹⁵⁸.

Per diritto patrimoniale, tuttavia, non deve necessariamente intendersi il diritto alla corresponsione di somme di denaro. È, infatti, ipotizzabile la sola o aggiuntiva corresponsione di entità diverse come la fruizione di servizi o l'ottenimento di sconti su prodotti o servizi offerti dalla società¹⁵⁹. L'autonomia statutaria può, pertanto, dare vita a svariate modalità di partecipazione patrimoniale al fine di rendere allettanti le categorie di strumenti finanziari previste statutariamente¹⁶⁰.

Un'assoluta novità per il nostro sistema è poi rappresentata dall'attribuzione di diritti amministrativi, seppur circoscritti, ai sottoscrittori di titoli non azionari e atipici. Tale possibilità è stata introdotta dal legislatore al fine di equiparare la normativa italiana a quella dei Paesi più avanzati economicamente. Non è possibile, tuttavia, attribuire il diritto di voto, che rappresenta il diritto amministrativo di maggiore rilievo, al fine di evitare che al capitale azionario sia sottratto il potere di governo dell'impresa¹⁶¹. Ai sottoscrittori degli strumenti finanziari partecipativi, ciò nonostante, è possibile riservare il diritto di voto su argomenti specificatamente indicati dallo statuto. Ad essi, inoltre, può essere riservata la possibilità di nominare, in base alle disposizioni statutarie, un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o un sindaco¹⁶². Nel disporre ciò il legislatore sembrerebbe contraddirsi dato che, da una parte, vieta ai titolari di strumenti finanziari partecipativi l'esercizio del diritto di voto, dall'altra, lo riconosce con riferimento ad argomenti che sono individuati, senza alcuna proibizione¹⁶³, nello statuto. Tale facoltà, in realtà, ha il solo scopo di tutelare la categoria dei titolari di tali strumenti e non concede in alcun modo l'opportunità di partecipare al governo dell'impresa. La nomina dei componenti

¹⁵⁸ Alcuni diritti patrimoniali, ad esempio, possono attribuire in momenti prestabiliti una remunerazione certa.

¹⁵⁹ Cfr. MAGLIULO F., *Le categorie di azioni*, op. cit., pag. 52.

¹⁶⁰ Cfr. SCARABINO R., *Gli strumenti*, op. cit., pag. 25 e ss..

¹⁶¹ Il divieto per i titolari di strumenti finanziari partecipativi di esercitare il diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti è contemplato dall'art. 2346, comma 6, c.c..

¹⁶² Tale disposizione è contenuta nell'art. 2351 c.c..

¹⁶³ A tal proposito Notari osserva che gli argomenti oggetto del diritto di voto attribuito ai sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi, in assenza di un esplicito divieto normativo, potrebbero anche coincidere con argomenti competenti all'assemblea ordinaria. Di contro, Capelli mette in risalto la necessità che gli argomenti in oggetto siano intesi in senso limitativo in modo da sottrarre particolari questioni societarie al giudizio di terzi che, anche se titolari di diritti patrimoniali e/o amministrativi, devono rimanere estranei alla gestione della società. Cfr. NOTARI M., *Problemi aperti in tema di struttura finanziaria della s.p.a., Intervento alla tavola rotonda: Le società e il nuovo diritto al termine del periodo transitorio*, Milano, 20 settembre 2004, in *Le società*, n. 5, 2005, pag. 22 e CAPELLI, *I nuovi strumenti finanziari*, op. cit., pag. 20-22.

dell'organo gestorio e di controllo, infatti, non può essere compresa fra gli argomenti specificamente indicati dallo statuto sui quali i titolari degli strumenti finanziari partecipativi possono esercitare il diritto di voto. Solo i soci possono esercitare una pregnante forma di governo sulla società¹⁶⁴.

In altri termini, la volontà dei sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi verrebbe a formarsi in una sede differente rispetto all'assemblea generale degli azionisti, la quale tra l'altro è tenuta a recepirne le indicazioni. Il diritto di voto su argomenti specificatamente indicati si configura, pertanto, come un diritto di veto ovvero come potere di subordinare le delibere assembleari al consenso dei titolari degli strumenti in questione¹⁶⁵.

Ad eccezione del diritto di voto, per il quale è previsto un limite normativo, l'individuazione degli altri diritti amministrativi da attribuire ai titolari di strumenti finanziari partecipativi è rimessa all'autonomia statutaria. In particolare, sembrerebbe possibile attribuire ai possessori degli strumenti in questione tutti i diritti amministrativi *minori* che spettano agli azionisti, quali:

- *il diritto di intervenire nelle assemblee*. Si osservi che, in realtà, l'art. 2370 del Codice civile, al primo comma, sancisce che «*Possono intervenire all'assemblea gli azionisti cui spetta il diritto di voto*»; tuttavia, si ritiene che lo statuto se, conformemente a quanto previsto dalla legge, da un lato, non può negare il diritto di intervento in assemblea a soggetti titolari del diritto di voto, può d'altra parte attribuire tale diritto a soggetti diversi per i quali la legge non si esprime;
- *il diritto di ispezionare i libri sociali*, pur non essendo espressamente abilitati dalla legge ad effettuare questo tipo di verifiche;
- *il diritto di eleggere un rappresentante comune*;
- *il diritto di recesso*, purché esplicitamente previsto e definito nei termini e nelle modalità di esercizio dallo statuto.

È possibile, inoltre, attribuire ai titolari di strumenti partecipativi i seguenti diritti a condizione che nello statuto essi siano legittimati in tal senso e che siano indicate le percentuali minime da possedere affinché il diritto possa essere esercitato:

- *il diritto di impugnare le delibere assembleari non conformi alla legge o all'atto costitutivo*;

¹⁶⁴ In base a quanto stabilito dall'ultimo comma dell'art. 2351 c.c., i soci hanno il potere di revocare i componenti nominati dalle assemblee speciali. Tale potere, tuttavia, può essere mitigato se lo statuto sociale individua come argomento specifico su cui esercitare il diritto di voto le deliberazioni relative alla revoca del consigliere o del sindaco nominato dall'assemblea speciale della categoria.

¹⁶⁵ Cfr. PAU F., *Private equity per finanziare le pmi*, in *ItaliaOggi*, 21 Marzo 2005, pag. 24.

- il diritto di convocare o di rinviare l'assemblea;
- il diritto di denunciare al collegio sindacale gravi irregolarità;
- ed ogni altro diritto di carattere amministrativo (ad esclusione, si ripete, del diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti)¹⁶⁶.

Attraverso gli strumenti finanziari in questione, definiti anche strumenti finanziari non azionari, si sono quindi ampliate le modalità di acquisizione dei diversi fattori produttivi necessari allo svolgimento della gestione consentendo alle società per azioni di emettere strumenti finanziari «ibridi» particolarmente diffusi nella prassi finanziaria internazionale¹⁶⁷.

Gli strumenti finanziari partecipativi si collocano, infatti, in una posizione intermedia tra le obbligazioni e le azioni¹⁶⁸. Essi, in effetti, comportano un certo livello di partecipazione all'organizzazione dell'impresa ma, allo stesso tempo, questo livello di partecipazione non è così elevato da permettere di qualificare gli strumenti in esame come rappresentativi del capitale di rischio¹⁶⁹. Il documento contabile OIC 1 precisa, inoltre, che «i titolari di strumenti finanziari partecipativi non acquistano la qualità di socio (se non altrimenti acquisita)». Il sottoscrittore di strumenti finanziari partecipativi, pertanto, non si qualifica come socio¹⁷⁰; si ricorda a tal proposito che il suo apporto non può essere imputato al capitale sociale. Quindi, chi non è socio non lo diventa tramite la sottoscrizione di tale strumento. Il capitale ottenuto tramite l'emissione degli strumenti finanziari partecipativi, tuttavia, è stabilmente vincolato alla società al pari del capitale sociale. Non esistono, pertanto, limiti all'emissione di questi strumenti ibridi¹⁷¹.

A tal proposito si individuano gli elementi che contraddistinguono gli strumenti finanziari partecipativi dalle azioni così come di seguito sintetizzati:

- 1) sono emessi a fronte di apporti che non concorrono a formare il capitale sociale la cui restituzione è solo possibile;
- 2) possono essere sottoscritti da soci oppure da terzi;
- 3) sono privi del diritto di voto, tranne in ipotesi particolari.

¹⁶⁶ Cfr. SCARABINO R., *Gli strumenti*, op. cit., pag. 34 e ss..

¹⁶⁷ Cfr. FARACI F., *Nuovo accordo*, op. cit., pag. 206. Si rimanda, inoltre, al quinto capitolo del presente lavoro.

¹⁶⁸ A tal proposito si veda CAPELLI I., *I nuovi strumenti*, op. cit., pag. 21. Si sottolinea che gli strumenti finanziari partecipativi non solo gli unici titoli che si collocano in una posizione intermedia fra azioni e obbligazioni. Altri titoli ibridi sono le obbligazioni convertibili, le azioni di risparmio, le azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative.

¹⁶⁹ Cfr. RICCIARDI A., *La disciplina dei conferimenti e delle forme di finanziamento*, op. cit., pag. 222.

¹⁷⁰ Il soggetto terzo che effettua un apporto a fronte dell'emissione di uno strumento finanziario partecipativo rimane estraneo rispetto al contratto sociale; il socio che sottoscrive uno strumento finanziario partecipativo instaura un nuovo rapporto che si colloca su un piano distinto e separato rispetto al rapporto sociale.

¹⁷¹ Cfr. RICCIARDI A., *La disciplina dei conferimenti e delle forme di finanziamento*, op. cit., pag. 223.

Gli strumenti in oggetto si differenziano, inoltre, dalle obbligazioni fondamentalmente per i seguenti aspetti:

- 1) la natura dell'apporto può essere la più svariata;
- 2) sono forniti di diritti che consentono ai sottoscrittori di intervenire in qualche modo sugli aspetti organizzativi della società;
- 3) non esistono limiti alla loro emissione.

Tuttavia, si deve osservare che se gli strumenti finanziari condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società ad essi, indipendentemente dai diritti amministrativi connessi, si applica la disciplina delle obbligazioni¹⁷². Ovviamente, si tratta di strumenti finanziari partecipativi emessi a fronte di un apporto, anche parziale, effettuato in denaro che presentano caratteristiche molto simili a quelle delle obbligazioni tale da rendere necessaria l'applicazione della stessa normativa.

In conclusione, per rifinire i contorni di tale canale di finanziamento messo a disposizione della società per azioni dalla riforma del diritto societario, si considerano le analogie della fattispecie in esame con l'istituto dell'associazione in partecipazione da cui sembrerebbe trarre le sue origini ma che allo stesso tempo se ne discosta in relazione a fondamentali aspetti distintivi¹⁷³. Le affinità con l'istituto suddetto, disciplinato dagli articoli 2549-2554 del Codice civile e che consiste nell'attribuire all'associato in virtù dell'apporto corrisposto una partecipazione agli utili e/o perdite conseguiti dalla società associante, sono rinvenibili soprattutto negli elementi che si riferiscono al rapporto giuridico sottostante, quali:

- l'esercizio da parte della società emittente/associante di un'attività economica;
- l'assoggettamento dell'apporto al rischio d'impresa;
- la partecipazione del sottoscrittore/associato ai risultati di gestione.

Tuttavia, l'istituto degli strumenti finanziari partecipativi si differenzia dall'associazione in partecipazione in relazione ad aspetti particolarmente significativi, quali *in primis* la diversa configurazione riconosciuta ai diritti patrimoniali associati agli strumenti in oggetto che comporta la non essenziale partecipazione agli utili dell'impresa e l'attribuzione di particolari diritti amministrativi, come ad esempio il diritto di voto su determinati argomenti, che non possono in nessun caso essere riconosciuti all'associato¹⁷⁴.

¹⁷² Tale disposizione è contenuta nell'art. 2411 c.c..

¹⁷³ Cfr. FARACI F., *Nuovo accordo*, op. cit., pag. 328.

¹⁷⁴ Cfr. TURCO M., *Aspetti giuridici*, op. cit., pag. 16.

3.2 Gli strumenti finanziari partecipativi quale fonte di vantaggio competitivo

Le imprese per poter sopravvivere necessitano di risorse finanziarie che favoriscano le operazioni di crescita esterna e che le consentano di poter competere nel contesto internazionale con i suoi diretti concorrenti. In Italia, in cui sono particolarmente diffuse le piccole e medie imprese, l'esigenza di coniugare il vantaggio competitivo con il fenomeno della globalizzazione è particolarmente avvertita.

A tal proposito, si sottolinea come secondo la letteratura aziendalistica la ricerca di una posizione di vantaggio competitivo rappresenti l'espedito più opportuno affinché l'impresa riesca ad ottenere una redditività superiore al costo del capitale¹⁷⁵.

Per vantaggio competitivo si intende la capacità dell'impresa di raggiungere il suo obiettivo primario, ossia la redditività, in maniera superiore rispetto ai suoi concorrenti.

Affinché si possa realizzare ciò, è necessario che esista coerenza tra le risorse e le competenze dell'impresa e i fattori critici di successo del mercato.

Pertanto, una volta identificate le caratteristiche del contesto in cui si opera è possibile individuare le opportunità che consentono all'impresa di raggiungere una posizione di vantaggio competitivo. In genere, tali opportunità possono derivare da cambiamenti interni o esterni all'impresa. Mentre il cambiamento interno dipende dall'innovazione intesa come nuove modalità di svolgimento di un'attività, il cambiamento esterno è legato alle caratteristiche del mercato e la capacità di risposta dell'impresa diventa elemento cruciale. Nel cogliere le opportunità di profitto si ricorda, inoltre, che il ruolo determinante è svolto dal *management*¹⁷⁶ o più in generale, dai meccanismi di *governance*. Un'efficace distribuzione del potere, infatti, contribuisce a generare buone *performance* aziendali¹⁷⁷.

Ciò premesso, tenendo presente che la struttura finanziaria dell'impresa produce inevitabilmente effetti sul risultato economico d'esercizio, nella definizione della stessa non è possibile trascurare la necessità di realizzare e mantenere nel tempo un vantaggio competitivo.

Nello scegliere le fonti di finanziamento, pertanto, non si può prescindere dalla valutazione del contributo che ciascuna di esse può fornire nel raggiungimento di tale obiettivo. Queste considerazioni riguardano ovviamente tutte le fonti di finanziamento e quindi, si possono estendere anche agli strumenti finanziari partecipativi. È necessario a

¹⁷⁵ Cfr. GRANT R. M., *L'analisi strategica per le decisioni aziendali*, Il Mulino, Bologna, 1999, pag. 217.

¹⁷⁶ Cfr. *ivi* pag. 218 e ss e PORTER M., *Il vantaggio competitivo*, Edizioni Comunità, Milano, 1987, pag. 9.

¹⁷⁷ Cfr. MAZZOTTA R., *La corporate governance e le performance aziendali*, Franco Angeli, Milano, 2007, pag. 35.

questo punto individuare le caratteristiche degli strumenti in esame sulle quali agire al fine di migliorare le proprie *performance*.

Si ricorda, infatti, che gli strumenti finanziari partecipativi si presentano come ulteriori strumenti attraverso i quali ricorrere al mercato dei capitali, dotati di notevoli potenzialità. La loro offerta, infatti, può essere diversificata in base alle esigenze organizzative e agli equilibri interni della società senza trascurare, allo stesso tempo, le esigenze degli investitori. Si realizza, in tal modo, l'obiettivo di garantire una flessibilità maggiore degli assetti organizzativi e partecipativi delle società di capitali¹⁷⁸.

A tal proposito si osserva che, uno degli aspetti qualificanti degli strumenti in oggetto consiste, come già discusso in precedenza, nell'assegnazione ai sottoscrittori degli stessi di diritti patrimoniali o anche amministrativi. Ed è proprio tale opportunità che permette alla società di conseguire un indiscutibile vantaggio competitivo: infatti, coloro che in altre circostanze sarebbero stati dei semplici fornitori, attraverso l'attribuzione di diritti patrimoniali e amministrativi, si ritrovano cointeressati alle sorti dell'azienda beneficiaria degli apporti.

In altri termini, tramite gli strumenti finanziari partecipativi l'azienda può far fronte al suo fabbisogno finanziario (in questo caso si fa riferimento ad un apporto in denaro), ottenendo risorse che, pur non essendo imputate a capitale sociale, risultano stabilmente vincolate all'impresa senza intaccare la compagine sociale (si ricorda che chi non è socio non lo diventa con la sottoscrizione di tali titoli) e riconoscendo, allo stesso tempo, ai sottoscrittori di essi una certa partecipazione in termini patrimoniale e/o amministrativa.

A fronte dell'emissione di strumenti finanziari partecipativi, infatti, l'impresa acquisisce i mezzi di cui necessita senza condizionare né la consistenza del capitale né il rapporto preesistente tra capitale e azioni.

Il principale vantaggio per la società risiede, quindi, nella possibilità di acquisire, soprattutto da terzi, importanti fattori produttivi senza doverne pagare immediatamente il corrispettivo, vincolando le risorse acquisite all'azienda al di fuori dei metodi tradizionali e delle solite forme contrattuali di acquisto a titolo oneroso.

Anche sul piano della *governance* si configurano inevitabili conseguenze in virtù dei diritti amministrativi riconosciuti ai titolari di detti strumenti. In realtà, come già detto, ad essi non è in alcun modo attribuito il potere di interferire nel governo della società, essendo esplicitamente precluso ai titolari di strumenti finanziari partecipativi l'esercizio del diritto di

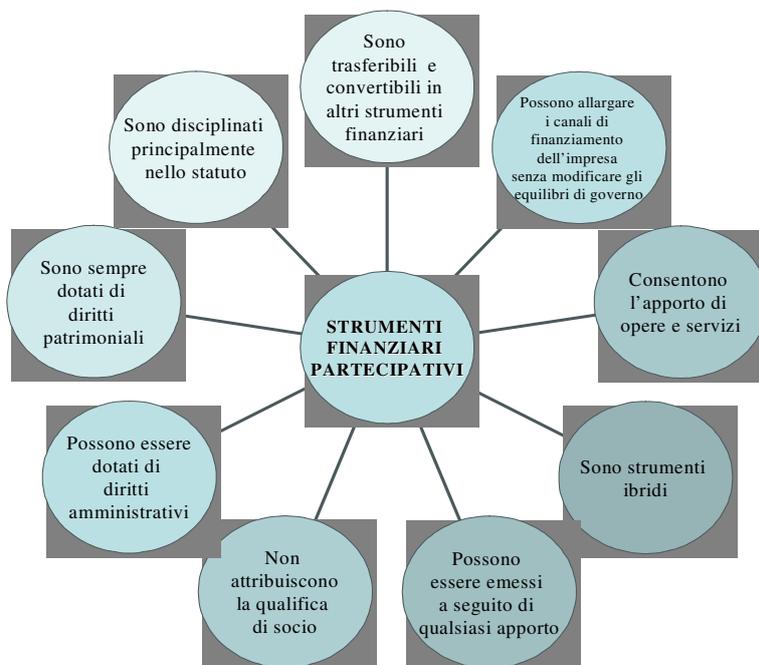
¹⁷⁸ Cfr. GAMBINO A., *Spunti di riflessione sulla riforma*, op. cit., pag. 651.

voto. Tuttavia, ad essi possono essere riconosciuti tutti i diritti amministrativi minori degli azionisti e di conseguenza essi possono contribuire, in via traversa, all'assunzione di importanti decisioni partecipando alle assemblee ed esprimendo pareri, promuovendo spunti di riflessione e così via.

Attraverso gli strumenti finanziari partecipativi è possibile, pertanto, mediare le esigenze di tutela dell'integrità del capitale sociale, di miglioramento dei livelli di competitività e di sviluppo delle imprese italiane, di strutturare modelli finanziari nuovi, alternativi, sempre più flessibili e più adeguati alle esigenze dei mercati.

Nella seguente figura 3.1 si offre una sintesi delle caratteristiche degli strumenti finanziari partecipativi.

Figura 3.1 – Gli strumenti finanziari partecipativi



Fonte: Nostra elaborazione

3.3 Gli strumenti finanziari partecipativi nei principi contabili

A seguito dell'introduzione degli strumenti finanziari partecipativi all'interno delle società è possibile identificare particolari investitori che detengono, in misura differente, interessi patrimoniali e amministrativi di varia natura. Il fabbisogno finanziario delle società per azioni,

di conseguenza, presenta una connotazione notevolmente trasformata in cui la distinzione tra fonti di finanziamento proprie e di debito non è più inconfutabile come invece si presentava prima della riforma societaria¹⁷⁹.

Nell'ambito della tradizionale distinzione delle fonti di finanziamento dell'impresa, infatti, non è possibile qualificare a priori gli strumenti partecipativi come elementi del capitale di rischio o del capitale di debito¹⁸⁰. La questione in merito alla collocazione di detti strumenti nell'una o nell'altra categoria non trova soluzione neanche facendo riferimento alla disciplina degli strumenti in esame, la quale essendo carente non specifica cosa si debba intendere per strumento finanziario.

Prima della riforma era sufficiente osservare la remunerazione del finanziamento per individuare se quest'ultimo partecipava al capitale di rischio o di credito. In altri termini, si qualificava elemento del capitale di rischio quel finanziamento la cui remunerazione dipendeva soprattutto dai risultati economici conseguiti, mentre si qualificava elemento del capitale di debito quel finanziamento la cui remunerazione era predeterminata e indipendente dai risultati di gestione.

Con la riforma societaria, che ha comportato, tra l'altro, l'introduzione di svariate forme di remunerazione, l'elemento discriminante al fine di distinguere gli elementi del capitale proprio da quelli del capitale di debito è rinvenibile nella diversa modalità di restituzione dello stesso. Più precisamente, concorrono alla formazione del capitale di debito le fonti di finanziamento che danno diritto, ad una determinata scadenza, al rimborso del capitale. Di contro, le fonti di finanziamento che rientrano nel capitale di rischio prevedono la restituzione del capitale solo al termine della fase di liquidazione della società e solo dopo aver soddisfatto tutti i creditori sociali.

Si è già osservato che gli strumenti finanziari partecipativi possono assumere caratteristiche proprie sia delle fonti di finanziamento interne che di quelle esterne e che, per tale ragione, sono definiti strumenti ibridi. Determinare se tali strumenti debbano considerarsi rappresentativi del capitale di rischio o del capitale di credito è rilevante ai fini della redazione del bilancio dell'impresa soprattutto in relazione ai differenti effetti sul conto economico: la

¹⁷⁹ Per una disamina più approfondita sulla distinzione delle fonti di finanziamento dell'azienda si rinvia al primo capitolo del presente lavoro.

¹⁸⁰ In realtà la netta distinzione tra capitale di rischio e capitale di debito rappresenta un fenomeno messo in discussione già da qualche tempo. Con la riforma societaria tale fenomeno si manifesta semplicemente con maggiore vigore. Con essa, infatti, la distinzione tra capitale proprio e capitale di terzi è resa meno definita non solo dagli strumenti finanziari partecipativi, ma anche dall'introduzione delle altre novità in tema di finanziamento, come ad esempio le nuove categorie di azioni che attribuiscono diritti patrimoniali tipici delle obbligazioni.

remunerazione di uno strumento di debito, rappresentando un onere finanziario, inciderà, infatti, sul risultato economico d'esercizio¹⁸¹.

Il principio contabile internazionale IAS 32 – *Strumenti finanziari: Informativa e presentazione*, definendo cosa si intende per strumento finanziario, fornisce un rilevante contributo per qualificare gli strumenti finanziari partecipativi nell'ambito della tradizionale distinzione delle fonti di finanziamento dell'impresa¹⁸². In base a tale principio si definisce strumento finanziario «*qualsiasi contratto che dia origine ad una attività finanziaria per un'entità e ad una passività finanziaria o ad uno strumento rappresentativo del capitale per un'altra entità*¹⁸³».

Il principio in esame fornisce una definizione molto vasta di strumento finanziario che, facendo riferimento all'esistenza o meno di un accordo vincolante tra due o più parti, tiene conto della necessità di scambiare disponibilità liquide o attività finanziarie.

In particolare, lo IAS 32 qualifica come attività finanziaria la cassa, il diritto contrattuale a ricevere liquidità o altre attività finanziarie (crediti verso clienti, effetti attivi, crediti per prestiti, ecc.), il diritto contrattuale a scambiare strumenti finanziari con altre imprese o ancora uno strumento rappresentativo del patrimonio netto di un'altra impresa.

Nello stesso documento contabile si definisce, inoltre, passività finanziaria uno strumento che, sulla base di un'obbligazione contrattuale, impone ad un'azienda di consegnare ad un'altra disponibilità liquide o attività finanziarie, oppure che obbliga le imprese a scambiare strumenti finanziari. Uno strumento che si qualifica, invece, come elemento del capitale proprio è qualsiasi obbligazione che rappresenti una partecipazione residua nelle attività di un'impresa dopo aver dedotto tutte le sue passività¹⁸⁴.

Sulla base delle definizioni fornite dal principio contabile internazionale, pertanto, si può asserire che uno strumento finanziario di debito si differenzia da uno strumento finanziario di capitale se, indipendentemente dalla forma legale dello strumento, l'emittente ha l'obbligo contrattuale di rimborsare, attraverso denaro o altre attività finanziarie, il valore dell'apporto al titolare dello stesso. L'elemento discriminante nella distinzione tra debito e patrimonio

¹⁸¹ Cfr. TURCO M., *Aspetti giuridici*, op. cit., pag. 12.

¹⁸² Il principio contabile in questione «si occupa della distinzione fra strumenti finanziari del passivo e del patrimonio netto». Si veda PARISOTTO R.– LO PRESTI A., *Contabilizzazione degli strumenti finanziari*, in *Guida alla contabilità & bilancio*, Il Sole 24 Ore, n. 4, 6 marzo 2006, pag. 61.

¹⁸³ Si osserva che lo IAS 32 in luogo del termine impresa adotta il termine entità.

¹⁸⁴ Cfr. A.A.V.V., *Che cosa sono gli strumenti finanziari. La definizione di attività e passività finanziaria*, in *Guida ai principi contabili internazionali*, modulo 7, *Gli strumenti finanziari*, Il Sole 24 Ore, Aprile 2005, pag. 11-12, OIC, *Guida operativa per la transizione ai principi contabili internazionali (IAS/IFRS)*, Il Sole 24 Ore, 2005, pag. 109, e TURCO M., *Aspetti giuridici*, op. cit., pag. 13.

netto è, pertanto, l'esistenza per l'emittente di un'obbligazione contrattuale di effettuare pagamenti sia a titolo di rimborso che per la remunerazione dello strumento finanziario.

Il principio guida individuato dai principi contabili internazionali nel classificare le due diverse categorie di capitale (proprio e di terzi) è quello che privilegia gli aspetti sostanziali dell'operazione piuttosto che quelli meramente legali¹⁸⁵. Non sempre, infatti, la sostanza economica delle operazioni è coerente con la forma giuridica. Nella qualificazione degli strumenti finanziari trova, quindi, applicazione il *principio della prevalenza della sostanza sulla forma*, previsto tra l'altro anche dal modificato art. 2423 bis c.c., secondo il quale «*la valutazione delle voci del bilancio deve essere operata tenendo conto della funzione economica dell'elemento dell'attivo o del passivo*». Al fine di rappresentare in modo veritiero e corretto la situazione aziendale, pertanto, è la funzione socio-economica sottostante l'emissione dello strumento che permette di accertare se, relativamente ad esso, esiste un'obbligazione contrattuale alla restituzione del capitale e che lo qualifica a pieno titolo come elemento di debito, oppure se esiste la possibilità di riconoscere una certa partecipazione alle vicende economico-aziendali che permette allo strumento finanziario di qualificarsi come partecipante al capitale di rischio¹⁸⁶.

In questa ultima circostanza, il titolare di strumenti finanziari partecipando al rischio d'impresa non può qualificarsi come creditore della società in un momento diverso rispetto allo scioglimento della stessa. L'apporto, pertanto, essendo stabilmente vincolato nello svolgimento dell'attività sociale esercita una funzione di garanzia verso i creditori dell'impresa ed, inoltre, considerando che è strumentale per lo svolgimento dell'attività si pone nello stesso contesto del conferimento effettuato dai soci.

Con riferimento specifico agli strumenti finanziari partecipativi, considerando che non sono previsti limiti alla loro emissione e che sono disciplinati separatamente dalle obbligazioni¹⁸⁷ si potrebbe ritenere che debbano essere considerati come strumenti finanziari di rischio. Tuttavia, alla luce delle differenze e delle affinità dell'istituto in questione con le azioni e le obbligazioni, la demarcazione tra fonti proprie e di terzi assume caratteri diversi a seconda delle caratteristiche intrinseche degli stessi strumenti. Di conseguenza, la decisione se comprendere gli strumenti finanziari partecipativi fra il capitale proprio dell'azienda o in quello di terzi può essere assunta solo di volta in volta in relazione alla diversa funzione

¹⁸⁵ Cfr. POTITO L., *L'evanescente confine tra debito e capitale netto*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, gen.-feb. 2009, pag. 23 e ss..

¹⁸⁶ Cfr. A.A.V.V., *La presentazione in bilancio degli strumenti finanziari*, in *Guida ai principi contabili internazionali*, modulo 7, *Gli strumenti finanziari*, Il Sole 24 Ore, Aprile 2005, pag. 65.

¹⁸⁷ Si osserva che le obbligazioni rappresentano a pieno titolo gli strumenti finanziari di prestito e sono regolamentate nella sezione VII del codice civile.

socio-economica ad essi attribuita da cui ne consegue una diversa natura, diversi diritti patrimoniali e amministrativi, nonché un diverso trattamento contabile e una diversa valutazione e rappresentazione in bilancio.

3.4 L'emissione di strumenti finanziari partecipativi e gli effetti sul bilancio d'esercizio

L'operazione generata dall'emissione di strumenti finanziari partecipativi comporta, inoltre, significative implicazioni di carattere contabile. Anche sotto il profilo contabile, infatti, si risente della mancanza di specifici riferimenti normativi e l'individuazione dei principi da seguire avviene caso per caso, a causa delle eterogenee modalità di applicazione della libertà negoziale nel definire i diritti da attribuire ai sottoscrittori degli strumenti finanziari partecipativi. Si ricorda, a tal proposito, che gli strumenti finanziari previsti dall'art. 2346 c.c. possono essere trattati, a seconda della tipologia di diritti associati ad essi, come titoli di rischio o di debito. Gli strumenti finanziari in questione, infatti, possono essere emessi a fronte di una pura operazione di finanziamento con obbligo di restituzione oppure a titolo di versamento di capitale di rischio; di conseguenza, le problematiche generate dall'emissione degli strumenti in questione sono rilevanti sia per quanto riguarda la valutazione degli stessi che la loro rilevazione.

La corretta contabilizzazione degli strumenti finanziari partecipativi rappresenta, pertanto, un aspetto particolarmente delicato dato che a seconda del trattamento loro riservato si ha un impatto diverso sulla situazione d'impresa e sull'analisi dei suoi equilibri.

Definire la funzione economica che sottende l'emissione di tali strumenti permette di affrontare e superare le incertezze relative alla contabilizzazione del corrispondente apporto. Si ricorda, inoltre, che attraverso l'emissione di strumenti finanziari partecipativi è possibile apportare entità patrimoniali di differente natura le cui caratteristiche comportano delle conseguenze a livello contabile. Le scritture contabili devono, pertanto, tenere conto delle circostanze che caratterizzano l'operazione in questione al fine di rappresentare l'oggetto dell'apporto in modo corretto¹⁸⁸.

Tuttavia, anche quando non sia previsto un obbligo di restituzione dell'apporto e, quindi, per alcuni aspetti, l'operazione sia assimilabile a quella della costituzione della società con successivo aumento del capitale sociale, bisogna tenere presente che conformemente a quanto

¹⁸⁸ Cfr. FONDAZIONE ARISTEIA, *Profili contabili*, op. cit., pag. 8, SCARABINO R., *Gli strumenti*, op. cit., pag. 74 e TURCO M., *Aspetti giuridici*, op. cit., pag. 18.

stabilito dall'OIC 1, gli apporti conseguenti alla sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi non possono mai essere imputati a capitale; per cui qualsiasi rilevazione contabile relativa a detti strumenti non potrà mai interessare la voce *Capitale sociale*¹⁸⁹.

Nel descrivere il trattamento contabile degli strumenti finanziari partecipativi, pertanto, si deve tenere conto:

- della natura dell'apporto (denaro, beni in natura, crediti, prestazioni d'opera);
- dell'eventuale impegno a restituire il valore dell'apporto al titolare dello stesso strumento¹⁹⁰.

Se il sottoscrittore dello strumento partecipativo ha apportato denaro ed esiste un obbligo di restituzione ad una certa scadenza, l'operazione è assimilabile ad un finanziamento vero e proprio e, così come previsto per le obbligazioni, si procede a rilevare una voce di debito che può essere denominata *Debiti verso titolari di strumenti finanziari partecipativi* che fa da contropartita all'aumento della disponibilità sul conto corrente della società. Il conto *Debiti verso titolari di strumenti finanziari partecipativi* è un conto finanziario acceso a debiti di finanziamento da riportare alla voce *Debiti verso altri finanziatori* della macroclasse D) *Debiti* del passivo dello Stato Patrimoniale. Per cui sul libro giornale si rileva¹⁹¹:

	n. _____ .../.../X _____		
	Banca c/c a Debiti v/titolari strum.fin.part.		
	Ricevuto apporto a seguito di emissione di strumenti finanziari partecipativi		

e in bilancio:

STATO PATRIMONIALE			
ATTIVO		PASSIVO	
...		...	
C) ATTIVO CIRCOLANTE		D) DEBITI	
IV. Disponibilità liquide		...	
...		5) <i>Debiti v/altri finanziatori</i>	
3) <i>Denaro e valori in cassa</i>		...	
...			

¹⁸⁹ OIC, Documento n. 1, op.cit., pag. 50.

¹⁹⁰ Cfr. SIRONI M., *Strumenti finanziari partecipativi: aspetti contabili e di bilancio*, in *Guida alla contabilità & bilancio*, Il Sole 24 Ore, n.11, 10 giugno 2008, pag. 55 e TURCO M., *Aspetti giuridici*, op. cit., pag. 19.

¹⁹¹ Cfr. FONDAZIONE LUCA PACIOLI, *Azioni*, op.cit., pag. 19, SIRONI M., *Strumenti finanziari partecipativi: aspetti contabili e di bilancio*, op. cit., pag. 55, TURCO M., *Aspetti giuridici*, op. cit., pag. 19 e RICCIARDI A., *La disciplina dei conferimenti e delle forme di finanziamento*, op. cit., pag. 226.

Al momento della restituzione del prestito, sul libro giornale si rileverà una variazione finanziaria attiva per la diminuzione del debito nei confronti dei titolari degli strumenti finanziari partecipativi da rilevare nella sezione dare del conto *Debiti v/titolari di strumenti finanziari partecipativi* e una variazione numeraria assimilata passiva per la diminuzione della disponibilità sul conto corrente bancario da rilevare in avere del conto *Banca c/c*¹⁹²:

n. _____	.../.../X _____	
Debiti v/titolari strum.fin.part.	a	Banca c/c
Restituito apporto ricevuto a seguito di emissione di strumenti finanziari partecipativi		

Se, contestualmente alla sottoscrizione, la società non riceve il versamento dell'apporto si deve rilevare il credito che la società vanta nei confronti dei terzi che hanno sottoscritto gli strumenti partecipativi ma che non hanno ancora corrisposto il relativo valore. In questo caso la contropartita al debito della società per il finanziamento ottenuto è rappresentata dal conto *Titolari di strumenti finanziari partecipativi c/sottoscrizione*, conto finanziario acceso a valori numerari assimilati attivi, che esprime il credito nei confronti dei finanziatori che hanno sottoscritto il prestito. L'accredito del finanziamento sul conto corrente bancario sarà rilevato solo nel momento in cui i titolari degli strumenti in questione procederanno effettivamente ad erogare quanto precedentemente promesso attraverso la sottoscrizione degli stessi¹⁹³. Sul libro giornale si avrà:

n. _____	.../.../X _____	
Titolari di strum.fin.part. c/sottoscrizione	a	Debiti v/titolari strum.fin.part.
Emessi strumenti finanziari partecipativi		
n. _____	.../.../X _____	
Banca c/c	a	Titolari strum.fin.part.c/sottoscrizione
Ricevuto apporto a seguito di emissione strumenti finanziari partecipativi		

Se invece l'apporto è a fondo perduto, anziché rilevare il debito nei confronti dei titolari degli strumenti finanziari, si dovrà movimentare il conto economico di capitale *Riserva per strumenti finanziari partecipativi* da iscrivere alla voce V) *Riserve statutarie* della

¹⁹² Cfr. SIRONI M., *Strumenti finanziari partecipativi: aspetti contabili e di bilancio*, op. cit., pag. 55.

¹⁹³ Cfr. *ivi* pag. 55-56.

macroclasse A) *Patrimonio Netto* del passivo dello Stato Patrimoniale, per cui sul libro giornale si avrà¹⁹⁴:

	n./X		
	Banca c/c	a	Riserva per strum. finanz. partecip.	
	Ricevuto apporto a seguito di emissione di strumenti finanziari partecipativi			

e in bilancio:

STATO PATRIMONIALE			
ATTIVO		PASSIVO	
...		A) PATRIMONIO NETTO	
C) ATTIVO CIRCOLANTE		...	
IV. Disponibilità liquide		V. Riserve statutarie	
...		...	
3) <i>Denaro e valori in cassa</i>			
...			

Si ritiene che tale riserva, il cui valore deve essere pari al valore dell'apporto, debba considerarsi indisponibile per permettere la salvaguardia dell'integrità del capitale della società. Essa, inoltre, deve essere mantenuta fino a quando non si estinguono gli strumenti finanziari e utilizzata per coprire le perdite di esercizio imputabili agli stessi strumenti.

Considerando la loro partecipazione al rischio d'impresa, inoltre, gli apporti a fondo perduto sono stati definiti «*apporti aggiuntivi fuori capitale sociale*» i quali, incrementando il patrimonio della società, fanno parte del cosiddetto «*capitale di rischio allargato*»¹⁹⁵.

Nell'eventualità che la sottoscrizione preceda l'apporto, invece, il conto *Riserva per strumenti finanziari partecipativi* rappresenta la contropartita al conto che accoglie il credito della società nei confronti dei terzi sottoscrittori¹⁹⁶:

¹⁹⁴ Cfr. ivi pag. 55-56, FONDAZIONE ARISTEIA, *Profili contabili*, op. cit., pag. 10, FONDAZIONE LUCA PACIOLI, *Azioni*, op. cit., pag. 19, TURCO M., *Aspetti giuridici*, op. cit., pag. 20 e RICCIARDI A., *La disciplina dei conferimenti e delle forme di finanziamento*, op. cit., pag. 226. L'iscrizione degli strumenti finanziari partecipativi tra le poste del patrimonio netto, secondo quanto previsto dal principio contabile internazionale IAS 32, dipende anche dal fatto che i predetti strumenti siano corredati del diritto di partecipare, in fase di liquidazione, al riparto del residuo netto solo dopo che tutti i creditori sociali siano stati soddisfatti. Se gli strumenti in esame, inoltre, in virtù della loro natura ibrida, presentano una componente di passività e una di patrimonio netto e, allo stesso tempo, non è obiettivamente semplice individuare e separare le due componenti, il valore complessivo dello strumento sarà iscritto nella classe che effettivamente risulta prevalere. Cfr. VENUTI M., *Gli strumenti finanziari partecipativi iscritti nel netto in ipotesi limitate*, in *ItaliaOggi*, 20 gennaio 2009, pag. 37.

¹⁹⁵ Cfr. TURCO M., *Aspetti giuridici*, op. cit., pag. 19-20.

¹⁹⁶ Cfr. ivi pag. 58-59.

n./X	
Titolari di strum.fin.part. c/sottoscrizione	a	Riserva per strum.fin.part.
Emessi strumenti finanziari partecipativi		

Problematiche più interessanti si incontrano nell'ipotesi in cui l'oggetto dell'apporto è rappresentato da un bene in natura, che spesso è un fattore produttivo a fecondità ripetuta, e contestualmente esiste l'obbligo di restituzione al sottoscrittore del valore dello stesso ad una determinata scadenza. Il primo problema da risolvere consiste nel determinare il valore da attribuire al bene oggetto dell'apporto. Trattandosi di apporto e non di conferimento, infatti, non è richiesta una relazione di stima da parte di un esperto per assegnare un valore all'immobilizzazione ricevuta¹⁹⁷. Il principio contabile internazionale IAS 39 – *Strumenti finanziari: Rilevazione e valutazione* si limita a stabilire che agli strumenti finanziari di patrimonio netto non si può effettuare una valutazione al *fair value*. Si ritiene, pertanto, che il valore da attribuire all'apporto debba essere determinato con riferimento al presumibile valore di mercato alla data di acquisizione. Considerando nello specifico le immobilizzazioni materiali, il principio contabile OIC 16 - *Immobilizzazioni materiali* indica il costo come criterio base da seguire nella valutazione. Con riferimento agli strumenti finanziari partecipativi però non è possibile individuare un costo di acquisto o di produzione; pertanto, si ritiene che, al fine di individuare tale grandezza, si debba fare riferimento al debito della società nei confronti dei titolari degli strumenti partecipativi. Il debito in questione misurerebbe, infatti, il costo per l'acquisizione della risorsa oggetto dell'apporto. È necessario, inoltre, che al momento dell'emissione sia definita la somma che deve essere restituita alla scadenza. Sul libro giornale, al momento dell'emissione degli strumenti finanziari partecipativi, si procederà a rilevare in dare il valore dell'immobilizzazione ricevuta attraverso la sottoscrizione degli strumenti partecipativi (ad esempio Impianti), ed essendo previsto l'obbligo di restituzione, in avere si rileva il debito nei confronti dei finanziatori¹⁹⁸:

¹⁹⁷ In questa fattispecie, infatti, non si presenta l'esigenza di tutelare l'integrità del capitale sociale nei confronti di terzi o dei soci. Ciò nonostante, l'attribuzione di diritti patrimoniali può ledere il patrimonio sociale per cui sarebbe comunque opportuno individuare il valore congruo da assegnare all'apporto ricevuto. Cfr. FONDAZIONE ARISTEIA, *Profili contabili*, op. cit., pag. 10 e TURCO M., *Aspetti giuridici*, op. cit., pag. 21.

¹⁹⁸ Se il sottoscrittore è soggetto passivo I.V.A. sul libro giornale si rileva:

n./X	
Diversi Impianti Iva ns/credito	a	Debiti v/titolari strum.fin.part.
Ricevuto apporto a seguito di emissione di strumenti finanziari partecipativi		

n. _____	.../.../X _____
Impianti	a Debiti v/titolari strum.fin.part.
Ricevuto apporto a seguito di emissione di strumenti finanziari partecipativi	

In bilancio risulterà la seguente situazione:

STATO PATRIMONIALE	
ATTIVO	PASSIVO
...	...
B) IMMOBILIZZAZIONI	D) DEBITI
...	...
II. Immobilizzazioni materiali	6) <i>Debiti v/altri finanziatori</i>
...	...
2) <i>Impianti e macchinari</i>	...
...	

Al momento del rimborso valgono le stesse considerazioni e rilevazioni contabili descritte nel caso precedente.

Se il momento dell'emissione non coincide con la sottoscrizione degli strumenti finanziari si procederà a registrare le seguenti scritture sul libro giornale¹⁹⁹:

n. _____	.../.../X _____
Titolari di strum.fin.part. c/sottoscrizione	a Debiti v/titolari strum.fin.part.
Emessi strumenti finanziari partecipativi	
n. _____	.../.../X _____
Impianti	a Titolari strum.fin.part.c/sottoscrizione
Ricevuto apporto a seguito di emissione strumenti finanziari partecipativi	

Analogamente a quanto già illustrato precedentemente, se non è previsto alcun obbligo di restituzione, anziché movimentare il conto *Debiti v/titolari di strumenti finanziari partecipativi* si dovrà movimentare il conto *Riserva per strumenti finanziari partecipativi* e in contabilità generale si rileverà:

n. _____	.../.../X _____
Impianti	a Riserva per strum. finanz. partecip.
Ricevuto apporto a seguito di emissione di strumenti finanziari partecipativi	

e in bilancio:

¹⁹⁹ Cfr. SIRONI M., *Strumenti finanziari partecipativi: aspetti contabili e di bilancio*, op.cit., pag. 56-57.

STATO PATRIMONIALE			
ATTIVO		PASSIVO	
...		A) PATRIMONIO NETTO	
B) IMMOBILIZZAZIONI		...	
...		V. Riserve statutarie	
II. Immobilizzazioni materiali		...	
...			
2) <i>Impianti e macchinari</i>			
...			

Se il bene oggetto dell'apporto non è dotato del requisito della materialità bisogna, inoltre, verificare che sia corredato dei requisiti necessari affinché si possa procedere alla contabilizzazione dello stesso. In particolare, il bene immateriale, secondo il principio contabile OIC 24, deve:

- avere una propria identificabilità ed individuabilità;
- essere rappresentato da diritti giuridicamente tutelati;
- essere suscettibile di valutazione e qualificazione autonome ed indipendenti rispetto al complesso dei beni dell'impresa;
- riferirsi a costi effettivamente sostenuti;
- essere accertata l'utilità pluriennale;
- manifestare una capacità di produrre benefici economici futuri;
- trattarsi di costi che possono essere distintamente identificati ed attendibilmente quantificati²⁰⁰.

La necessità di determinare il valore dell'apporto e, a priori, il valore da rimborsare alla scadenza è avvertita anche nell'ipotesi di apporto di crediti. Al fine di iscrivere i crediti al presumibile valore di realizzo, in conformità a quanto previsto dal principio contabile OIC 15 "I crediti", inoltre, è opportuno che la società valuti l'esigibilità del credito apportato e la possibilità di procedere a svalutazioni dello stesso qualora non sia esigibile entro l'esercizio.

Per completezza si illustrano di seguito le scritture da rilevare sul libro giornale al momento dell'emissione dello strumento partecipativo e della restituzione dell'apporto che sono analoghe a quelle già precedentemente commentate con l'unica complicità di sostituire la denominazione del conto che accoglie l'oggetto dell'apporto.

All'emissione degli strumenti finanziari partecipativi sul libro giornale si rileverà in dare il valore dei crediti apportati, ed essendo previsto il rimborso, in avere si rileva il debito nei confronti dei finanziatori²⁰¹:

²⁰⁰ Cfr. ibidem.

²⁰¹ Cfr. ivi pag. 57-58.

n. _____	.../.../X	_____
Crediti v/altri	a	Debiti v/titolari strum.fin.part.
Ricevuto apporto a seguito di emissione di strumenti finanziari partecipativi		

e in bilancio:

STATO PATRIMONIALE	
ATTIVO	PASSIVO
... C) ATTIVO CIRCOLANTE II. Crediti ... 5) <i>Crediti v/altri</i> D) DEBITI ... 7) <i>Debiti v/altri finanziatori</i> ...

Se la sottoscrizione e l'apporto non sono contestuali si procederà ad effettuare le seguenti rilevazioni contabili:

n. _____	.../.../X	_____
Titolari di strum.fin.part. c/sottoscrizione	a	Debiti v/titolari strum.fin.part.
Emessi strumenti finanziari partecipativi		
n. _____	.../.../X	_____
Crediti v/altri	a	Titolari strum.fin.part. c/sottoscrizione
Ricevuto apporto a seguito di emissione strumenti finanziari partecipativi		

Al momento del rimborso si rileverà in dare la diminuzione del debito di finanziamento e in avere la diminuzione delle disponibilità liquide come già osservato nei casi precedenti²⁰².

Se non è previsto il rimborso, analogamente a quanto esposto in precedenza, si rileverà:

n. _____	.../.../X	_____
Crediti v/altri	a	Riserva per strum. finanz.partecip
Ricevuto apporto a seguito di emissione di strumenti finanziari partecipativi		

e in bilancio:

²⁰² Cfr. ibidem.

STATO PATRIMONIALE			
ATTIVO		PASSIVO	
...		A) PATRIMONIO NETTO	
C) ATTIVO CIRCOLANTE		...	
II. Crediti		V. Riserve statutarie	
...		...	
5) Crediti v/altri			
...			

Il caso di apporto di opere e servizi presenta, dal punto di vista contabile, problematiche molto particolari. L'analisi di questa fattispecie di apporti alla luce dei principi contabili, infatti, prospetta l'individuazione di due situazioni differenti a seconda se l'apporto in questione sia suscettibile di valutazione economica e sia corredato di una polizza fideiussoria. Effettivamente, se si richiama la disciplina dei patrimoni destinati a specifici affari, contenuta nel principio contabile OIC 2²⁰³, e quella dettata in materia di prestazioni accessorie all'emissione di azioni, art. 2345 c.c.²⁰⁴, nonostante i principi contabili OIC 1 e OIC 28 prevedano che l'apporto di prestazioni d'opera e servizi non possa incrementare il valore del capitale sociale, si può procedere alla contabilizzazione di questi apporti purché siano rispettate le condizioni precedentemente indicate²⁰⁵.

Se l'apporto di opere e servizi non è accompagnato da una polizza fideiussoria si procede ad effettuare una registrazione contabile solo nel sistema dei conti d'ordine da iscrivere in calce allo Stato Patrimoniale. Quindi, anche se l'apporto in questione non può essere compreso nel capitale di funzionamento, è necessario attribuire ad esso, al fine di rilevare l'impegno che la società ha acquisito dai sottoscrittori degli strumenti partecipativi, un valore in termini monetari, che corrisponde al valore normale di mercato. In effetti, si tratta di un fatto di gestione che al momento dell'iscrizione non influisce quantitativamente sul patrimonio e sul risultato economico, ma che in un momento successivo potrebbe produrre delle conseguenze.

Nell'ambito delle categorie in cui si suddividono i conti d'ordine l'apporto in questione, che consiste in un contratto ad esecuzione differita da cui ne deriva, sin dal momento della stipula, un'obbligazione della società nei confronti di terzi e viceversa, si colloca, come già

²⁰³ Il principio contabile OIC 2 a proposito dei patrimoni destinati prevede che «per le prestazioni d'opera del terzo apportante, al fine di assicurare la loro effettività e, quindi, la loro iscrivibilità nell'attivo dello stato patrimoniale, deve ritenersi necessaria la garanzia prevista dall'articolo 2464 c.c., comma 6, in tema di conferimento in S.r.l., ossia la stipula di una polizza di fideiussione». Cfr. OIC, Documento n. 2, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, 2005, pag. 14.

²⁰⁴ L'art. 2345 c.c. sancisce che «Oltre l'obbligo dei conferimenti, l'atto costitutivo può stabilire l'obbligo dei soci di eseguire prestazioni accessorie non consistenti in denaro, determinandone il contenuto, la durata, le modalità e il compenso, e stabilendo particolari sanzioni per il caso di inadempimento. ... ».

²⁰⁵ Cfr. SIRONI M., *Strumenti finanziari partecipativi: aspetti contabili e di bilancio*, op.cit., pag. 57-58.

accennato in precedenza, in quella degli impegni. Si osserva, inoltre, che la rilevazione di esso deve essere effettuata fino alla fase esecutiva del contratto. Il valore da evidenziare nei conti d'ordine deve essere determinato con prudenza e ragionevolezza e deve essere tale da comunicare al lettore del bilancio un'informazione più corretta possibile. Affinché si realizzi ciò bisogna evitare di adottare valori simbolici e i valori nominali se fuorvianti. Se l'apporto non è quantificabile bisogna limitarsi a menzionarlo e a riportare in Nota Integrativa un adeguato commento²⁰⁶.

Alla luce di tali considerazioni, se l'apporto consiste in una prestazione d'opera e servizi senza polizza fideiussoria, al momento della sottoscrizione degli strumenti finanziari partecipativi si movimenterà in dare il conto acceso all'oggetto *Prestazioni di terzi c/impegni* in virtù della futura possibilità di originare un incremento patrimoniale e in avere il conto acceso al soggetto *Strumenti finanziari partecipativi c/impegni*²⁰⁷:

	n. _____	.../.../XX			
	Prestazioni di terzi c/impegni a Strum. finanz. partecipativi c/impegni				
	Ricevuto apporto a seguito di emissione di strumenti finanziari partecipativi				

e in bilancio:

STATO PATRIMONIALE			
ATTIVO		PASSIVO	
.....		
Conti d'ordine <i>Prestazioni di terzi c/impegni</i>		Conti d'ordine <i>Strumenti finanziari partecipativi c/impegni</i>	

Se, invece, la prestazione d'opera è suscettibile di valutazione economica ed è garantita da una polizza fideiussoria rilasciata dal sottoscrittore è possibile rilevare in contabilità generale l'esistenza di una risorsa immateriale o di un credito. Si osserva che il credito rilevato a seguito di questa tipologia di apporto è un credito a lungo termine che la società vanta nei confronti dei sottoscrittori degli strumenti finanziari i quali si impegnano ad eseguire nel

²⁰⁶ Per una disamina più approfondita sui conti d'ordine si veda, tra gli altri, SICOLI G., *I conti d'ordine*, in FABBRINI G.– MUSAIO A. (a cura di), *Contabilità e bilancio. Fondamenti e disciplina*, F. Angeli, Milano, 2004, pag. 525 e ss.

²⁰⁷ Cfr. RICCIARDI A., *La disciplina dei conferimenti e delle forme di finanziamento*, op. cit., pag. 227.

tempo la prestazione e può essere accolto nel conto *Crediti v/altri*. Man mano che la prestazione verrà eseguita il valore riportato in bilancio diminuirà in misura proporzionale²⁰⁸.

Di conseguenza, a seconda se è previsto o meno il rimborso, sul libro giornale si procederà ad effettuare rilevazioni analoghe a quelle esposte per i casi precedenti.

In realtà, la difficoltà a procedere ad una valutazione in termini patrimoniali di tale tipo di apporto potrebbe escluderne il diritto alla restituzione.

Prescindendo, inoltre, dall'esistenza o meno di una polizza fideiussoria, si osserva che se l'impresa riconosce al sottoscrittore dello strumento partecipativo anche una forma qualsiasi di remunerazione periodica prestabilita, per rispettare il principio della competenza economica, in contabilità generale si dovrà rilevare a seguito dell'esecuzione della prestazione il relativo costo d'esercizio, accolto nel conto economico di reddito *Prestazioni di opere e servizi* da riportare nelle voce 7) *Per servizi* della macroclasse B) *Costi della Produzione* del Conto Economico, e l'insorgere del debito corrispondente nei confronti del titolare dei predetti strumenti, da accogliere nel conto finanziario acceso a valori numerari assimilati passivi *Titolari strumenti finanziari partecipativi c/compensi* da iscrivere alla voce 14) *Altri debiti* della macroclasse D) *Debiti* del Passivo dello Stato Patrimoniale²⁰⁹:

n. _____	.../.../X	_____
Prestazione di opere e servizi	a	Titolari strum.fin.part. c/compensi
Per esecuzione della prestazione di opere e servizi con remunerazione periodica		

e in bilancio:

STATO PATRIMONIALE	
ATTIVO	PASSIVO
...	...
	D) DEBITI
	...
	14) <i>Altri debiti*</i>
	...

* se al 31/12 non si è ancora provveduto al pagamento della retribuzione periodica

²⁰⁸ Cfr. FONDAZIONE ARISTEIA, *Profili contabili*, op. cit., pag. 12-13, SIRONI M., *Strumenti finanziari partecipativi: aspetti contabili e di bilancio*, op.cit., pag. 57-59 e TURCO M., *Aspetti giuridici*, op. cit., pag. 22.

²⁰⁹ Cfr. FONDAZIONE ARISTEIA, *Profili contabili*, op. cit., pag. 13 e TURCO M., *Aspetti giuridici*, op. cit., pag. 23.

CONTO ECONOMICO	
...	
B) COSTI DELLA PRODUZIONE	
...	
7) Per servizi	
...	

Altre osservazioni rilevanti a livello contabile riguardano le differenti modalità di remunerazione che gli strumenti finanziari partecipativi, a seconda di quanto indicato nello statuto, possono riconoscere ai propri sottoscrittori. Se lo strumento è assimilabile al capitale di rischio i titolari possono ricevere una percentuale degli utili di esercizio la cui corresponsione, a seconda dei casi, può essere addirittura privilegiata rispetto al pagamento dei dividendi ai soci.

Al momento della distribuzione dell'utile si procederà a movimentare, tra gli altri, il conto economico di capitale *Riserva strumenti finanziari partecipativi c/utili* che accoglie per l'appunto la quota di utile riconosciuta ai soggetti titolari degli strumenti in oggetto e che deve essere iscritta nella voce VII) *Altre riserve* della macroclasse A) *Patrimonio netto* del passivo dello Stato Patrimoniale. Se l'apporto è a fondo perduto, fino alla relativa corresponsione, la riserva in oggetto rappresenta una posta rettificativa di segno positivo della *Riserva per strumenti finanziari partecipativi*. Sul libro giornale si procederà, pertanto, ad effettuare le seguenti registrazioni relative al momento della destinazione dell'utile e al successivo pagamento ai titolari degli strumenti finanziari della quota di utile di loro spettanza²¹⁰:

n. _____	30/04/X _____	
Utile d'esercizio	a Diversi	
Distribuito utile relativo all'esercizio X-1	a Riserva legale	
	a Riserva strum.fin.part.c/utuli	
	a Socio X c/utuli	
	a Socio Y c/utuli	
n. _____	.../.../X _____	
Riserva strum.fin.part.c/utuli	a Banca c/c	
Pagamento quote di utile spettante ai titolati di strumenti finanziari partecipativi		

Si osserva che in questa ipotesi i sottoscrittori degli strumenti ex art 2346 c.c. non percepiranno alcuna remunerazione se si registra una perdita d'esercizio.

²¹⁰ Cfr. FONDAZIONE ARISTEIA, *Profili contabili*, op. cit., pag. 13, SIRONI M., *Strumenti finanziari partecipativi: aspetti contabili e di bilancio*, op.cit., pag. 57-59 e TURCO M., *Aspetti giuridici*, op. cit., pag. 24.

Se, invece, agli stessi soggetti si riconosce una remunerazione determinata in percentuale sul valore dell'apporto, ad essi sarà corrisposta una determinata somma (di solito a titolo di interessi) indipendentemente dal conseguimento di un risultato economico positivo di periodo. In questo caso, previsti l'obbligo di restituzione dell'apporto e l'attribuzione di diritti patrimoniali e/o amministrativi, lo strumento è assimilabile al capitale di debito e quindi, la remunerazione dello stesso è totalmente incondizionata dal rischio di impresa. In contabilità generale si rileverà, quindi, la quota di interessi pagati ai titolari di detti strumenti movimentando il conto economico di reddito *Interessi passivi per strumenti finanziari partecipativi*, che accogliendo costi di esercizio deve essere riportato nella macroclasse C) *Proventi e oneri finanziari* del Conto Economico²¹¹:

n. _____	.../.../X _____		
Interessi passivi strum.fin.part.	a	Banca c/c	
Pagamento remunerazione ai titolati di strumenti finanziari partecipativi			

Se, invece, ai titolari di strumenti finanziari partecipativi si riconosce una partecipazione alle perdite d'esercizio il valore dell'apporto subisce una corrispondente diminuzione, la quale non può comunque superare il valore dell'apporto stesso in considerazione del fatto che non è prevista una partecipazione alla gestione. Le perdite accertate e imputabili agli strumenti partecipativi possono essere rilevate nel conto *Strumenti finanziari partecipativi c/perdite* attraverso il quale si realizza la rettifica in diminuzione del valore dell'apporto. Sul libro giornale, pertanto si rileva²¹²:

n. _____	.../.../X _____		
Diversi	a	Perdita d'esercizio	
Per sistemazione della perdita di esercizio			
Strumenti finanziari partecip.c/perdite			
Perdite a nuovo			

Successivamente, se l'apporto è a fondo perduto, si rileva:

n. _____	.../.../X _____		
Riserva per strum. finanz.partecip.	a	Strum.fin.part.c/perdite	
Per riduzione apporto			

²¹¹ Cfr. SIRONI M., *Strumenti finanziari partecipativi: aspetti contabili e di bilancio*, op.cit., pag. 59-60.

²¹² Cfr. FONDAZIONE ARISTEIA, *Profili contabili*, op. cit., pag. 14, TURCO M., *Aspetti giuridici*, op. cit., pag. 24.

altrimenti, si procede ad effettuare la seguente registrazione:

n. _____	.../.../X _____
Debiti v/titolari strum.fin.part.	a Strum.fin.part.c/perdite
Per riduzione apporto	

In merito alle informazioni da riportare in Nota Integrativa, il punto 19 dell'art 2427 c.c. richiede che si fornisca una descrizione delle principali caratteristiche degli strumenti partecipativi e della tipologia dei diritti che gli stessi incorporano. L'articolo in esame, infatti, richiede informazioni sommarie relative al numero degli strumenti finanziari partecipativi emessi, alle caratteristiche degli stessi, ai diritti patrimoniali e amministrativi che conferiscono e indicazioni relative alle «*principali caratteristiche delle operazioni*»²¹³. La normativa civilistica, comunque, non fornisce alcuna prescrizione in merito alle modalità da seguire nel fornire tali informazioni obbligatorie. Di conseguenza, la trasparenza e la completezza dell'informazione fornita seguendo quanto previsto dal dettato legislativo contemplato dal Codice civile sono di discutibile valenza. Al fine di colmare tale lacuna informativa è opportuno fare riferimento a quanto disposto dai principi contabili OIC 1 e OIC 3. Il principio OIC 1, infatti, precisa che si può assolvere all'obbligo di informativa previsto dalla disposizione civilistica indicando in Nota Integrativa informazioni di carattere sia qualitativo che quantitativo relative all'apporto, le modalità di emissione e quelle relative al trasferimento e alla circolazione degli strumenti partecipativi, nonché qualsiasi altra informazione relativa ai caratteri tipici degli stessi strumenti²¹⁴.

La Nota Integrativa potrà pertanto contenere le seguenti indicazioni²¹⁵:

²¹³ L'art 2427 c.c. sancisce che «*La Nota Integrativa deve indicare, oltre a quanto stabilito dalle altre disposizioni: ...19) il numero e le caratteristiche degli altri strumenti finanziari emessi dalla società, con l'indicazione dei diritti patrimoniali e partecipativi che conferiscono e delle principali caratteristiche delle operazioni relative;...*».

²¹⁴ Cfr. FONDAZIONE ARISTEIA, *Profili contabili*, op. cit., pag. 14-15, SIRONI M., *Strumenti finanziari partecipativi: aspetti contabili e di bilancio*, op. cit., pag. 60 e TURCO M., *Aspetti giuridici*, op. cit., pag. 26.

²¹⁵ Cfr. FONDAZIONE ARISTEIA, *Profili contabili*, op. cit., pag. 15.

NOTA INTEGRATIVA

...

STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI

Con delibera dell'assemblea straordinaria, in data ... si sono emessi n. ... strumenti finanziari partecipativi a favore di

Il valore di ciascun titolo è pari a € ..., per un ammontare complessivo di €

Alla scadenza è previsto il rimborso totale.

L'emissione degli strumenti è avvenuta mediante attribuzione ... a fronte della quale è riconosciuto l'apporto di ... per un valore di €

In base a quanto previsto nello statuto, qualora l'apporto non dovesse trovare piena esecuzione, è prevista l'applicazione di una sanzione pecuniaria nella misura di

Sempre secondo quanto fissato nello statuto, gli strumenti finanziari partecipativi sono destinati alla circolazione ... previa autorizzazione da parte dell'assemblea ...

I sottoscrittori dei suddetti strumenti sono titolari del diritto patrimoniale sotto forma di... e del diritto amministrativo sotto forma di....

Le informazioni relative agli strumenti finanziari partecipativi possono, inoltre, essere sintetizzate in Nota Integrativa predisponendo la tabella seguente:

Tabella 3.1 – Gli strumenti finanziari partecipativi nella Nota Integrativa

Strumenti finanziari partecipativi										
N.	Data emissione	Tipologia strumento	Tipologia apporto	Titolare	Valore nominale	Rimborso	Diritti patrimoniali	Diritti amministrativi	Circolazione/ Trasferimento	Sanzioni

Fonte: Adattata da FONDAZIONE ARISTEIA, *Profili contabili*, op. cit., pag. 15

3.5 Gli strumenti finanziari partecipativi e la normativa fiscale

L'ampia autonomia e discrezionalità lasciata allo statuto nel definire il contenuto degli strumenti finanziari partecipativi presenta delle ripercussioni anche sul trattamento fiscale di quest'ultimi per i quali, di conseguenza, non è possibile delineare un quadro unitario.

La mancanza di certezze nel classificare gli strumenti partecipativi fra gli strumenti assimilabili alle azioni e quelli qualificabili come obbligazioni presenta importanti implicazioni anche sotto il profilo fiscale. La definizione della natura giuridica dei predetti

strumenti, pertanto, si presenta ancora una volta necessaria al fine di individuare il loro trattamento tributario e produce effetti particolarmente significativi.

Tuttavia, l'elemento discriminante per la disciplina fiscale non è la natura dell'apporto bensì la tipologia di remunerazione riconosciuta ai titolari degli strumenti in oggetto. In altri termini, sotto il profilo tributario, ciò che rileva non è il rapporto sottostante allo strumento finanziario ma la dipendenza o meno della suddetta remunerazione dall'andamento economico della società.

Il legislatore fiscale, infatti, tenendo presente che detti strumenti finanziari esprimono i rapporti partecipativi sia per la società emittente che per i titolari, li assimila alle azioni solo se la loro remunerazione è determinata esclusivamente con riferimento ai risultati economici dell'impresa o dell'affare²¹⁶.

Ai fini fiscali è necessario, dunque, che gli strumenti finanziari partecipativi siano collocati in una delle categorie cosiddette tipiche per le quali è previsto un differente trattamento fiscale sia per l'emittente che per il sottoscrittore. Le categorie in questione sono:

- azioni e titoli similari, che secondo l'art. 44, comma 2, lettera a) del T.U.I.R., comprende i titoli e gli strumenti finanziari la cui remunerazione è costituita esclusivamente dalla partecipazione ai risultati economici della società che li ha emessi o di altre società dello stesso gruppo;
- obbligazioni e titoli similari, ossia i titoli di massa che, in base all'art. 44, comma 2, lettera b) del T.U.I.R., non attribuiscono diritti di partecipazione alla gestione dell'impresa, possono riconoscere la corresponsione di proventi periodici e prevedono l'obbligo incondizionato di restituire alla scadenza una somma non inferiore al valore indicato sul titolo;
- titoli atipici, categoria residuale che comprende tutti gli strumenti che non presentano né le caratteristiche delle azioni né quelle delle obbligazioni; in particolare essi presentano una remunerazione composita, ovverosia una parte di essa dipende dal risultato economico mentre l'altra parte è prestabilita.

Assimilare, dal punto di vista fiscale, gli strumenti finanziari partecipativi alle azioni significa concentrare l'attenzione solo sulla natura dei diritti patrimoniali associati ad essi trascurando completamente gli altri diritti in essi contenuti e le ulteriori caratteristiche degli

²¹⁶ Cfr. FRANZÈ R., *Le diverse forme di partecipazione al capitale di rischio dell'impresa: profili tributari*, in FORESTIERI G. (a cura di), *Management, Fisco e imprese*, vol. 19, Egea – Università Bocconi Editore, Milano, 2005, pag. 180-181 e RICCIARDI A., *La disciplina dei conferimenti e delle forme di finanziamento*, op. cit., pag. 227.

stessi²¹⁷. Anche se gli strumenti finanziari partecipativi non generano utili in senso proprio, essi possono produrre proventi ai quali, se commisurati esclusivamente agli utili dell'impresa, si applica lo stesso regime fiscale previsto per quest'ultimi. In altri termini, gli strumenti finanziari caratterizzati da una remunerazione totalmente collegata ai risultati economici della società emittente sono assimilati alle azioni e godono dello stesso trattamento fiscale previsto per gli utili anche se è prevista la restituzione integrale dell'apporto²¹⁸. Tale assimilazione, secondo quanto precisato nella Circolare n. 26/E del 16 giugno 2004 dell'Agenzia delle Entrate, si riferisce solo agli strumenti finanziari rappresentati da titoli e certificati, mentre ne sono esclusi gli strumenti non cartolarizzati, quali ad esempio l'associazione in partecipazione²¹⁹. Analogamente a quanto previsto per gli utili di esercizio, pertanto, la disciplina per l'emittente degli strumenti finanziari partecipativi è contenuta nell'art. 109, comma 9, lettera a) del T.U.I.R., in base al quale è da considerarsi ineducibile qualsiasi remunerazione relativa a strumenti finanziari, per la quota di essa che direttamente o indirettamente comporti la partecipazione ai risultati economici dell'impresa²²⁰.

Per il percettore la remunerazione legata agli strumenti finanziari partecipativi non costituisce un dividendo dato che manca un apporto imputato a capitale. Ciononostante essa deve essere assimilata ai dividendi e, di conseguenza, tassata secondo le regole ordinarie previste dal T.U.I.R.. Il sottoscrittore dei predetti strumenti, in questa fattispecie, è trattato, dal punto di vista fiscale, alla stessa stregua di un socio²²¹. Con riferimento all'articolo 67, comma 1, del T.U.I.R. è necessario distinguere i casi in cui gli strumenti predetti siano da considerare «partecipazioni qualificate», dai casi in cui gli stessi debbano essere assimilati a «partecipazioni non qualificate». In dettaglio, gli strumenti in oggetto si ritengono «qualificati» se sono rappresentativi di una quota di partecipazione al patrimonio netto superiore al 5% se la società è quotata in mercati regolamentati o, negli altri casi, superiore al 25%. Se la quota di partecipazione è pari o inferiore alle predette percentuali allora gli strumenti sono da considerare come «non qualificati». Se, invece, sono non rappresentativi di

²¹⁷ Cfr. SIRONI M., *Strumenti finanziari partecipativi: aspetti fiscali*, in *Guida alla contabilità & bilancio*, Il Sole 24 Ore, n. 14-15, 14 agosto 2008, pag. 49.

²¹⁸ Cfr. AGENZIA DELLE ENTRATE, *Circolare n. 6/E: Risposte fornite in occasione di incontri con la stampa specializzata*, 13 febbraio 2006, pag. 4.

²¹⁹ Cfr. AGENZIA DELLE ENTRATE, *Circolare n. 26/E: Circolare IRES/2. Il nuovo regime di tassazione dei dividendi. D.Lgs. 12 dicembre 2003, n. 344*, 16 giugno 2004, pag. 9. Nella stessa Circolare si precisa, inoltre, che il requisito della partecipazione al risultato economico non si ritiene soddisfatto se la remunerazione è commisurata solo ad alcuni proventi realizzati dalla società emittente o ancora per quei titoli di debito con rimborso integrale del capitale con remunerazione legata all'andamento di un indice o di un paniere.

²²⁰ Cfr. SIRONI M., *Strumenti finanziari partecipativi: aspetti fiscali*, op. cit., pag. 50.

²²¹ Cfr. ANDRIOLA M.– GALARDO S.M., *L'impatto dell'IRES sulla pianificazione fiscale delle imprese*, IPSOA, Milano, 2006, pag. 163.

una quota di patrimonio, come ad esempio gli strumenti partecipativi che prevedono l'apporto di opere e servizi, sono assimilati alle partecipazioni qualificate.

La disciplina di tassazione varia, inoltre, a seconda della veste del soggetto titolare. Se il percettore è una società di capitali, e quindi è un soggetto IRES, si applica quanto disposto dall'articolo 89 comma 2 del T.U.I.R. in base al quale i dividendi e i proventi derivanti da strumenti partecipativi assimilati alle azioni concorrono a formare il reddito imponibile limitatamente al 5% del suo ammontare; il restante 95% è, pertanto, esente da tassazione²²². Al momento della delibera di distribuzione degli utili, il sottoscrittore degli strumenti finanziari partecipativi, pertanto, rileverà in Conto Economico la remunerazione percepita e successivamente, in sede di dichiarazione dei redditi, apporgerà una variazione in diminuzione del reddito di bilancio pari al 95% della somma ricevuta²²³. Se il soggetto percipiente è, invece, una persona fisica che non esercita attività d'impresa e gli strumenti partecipativi sono assimilati alla partecipazione non qualificata, l'obbligo tributario è assolto applicando una ritenuta alla fonte a titolo di imposta in misura del 12,50%. Se gli strumenti partecipativi sono invece, assimilati alle partecipazioni qualificate le stesse concorrono a formare il reddito imponibile del sottoscrittore in misura del 49,72%²²⁴. Quest'ultima regola vale anche nelle ipotesi in cui il sottoscrittore dello strumento sia una persona fisica o una società non soggetta ad Ires esercente attività d'impresa²²⁵.

In conclusione, ai fini reddituali, la remunerazione degli strumenti partecipativi che dipende esclusivamente dai risultati economici della società emittente è per quest'ultima indeducibile, conformemente a quanto avviene per la remunerazione delle azioni, mentre il rendimento ricevuto dal titolare è, come avviene per i dividendi, parzialmente escluso dal reddito. Tale trattamento ha l'obiettivo di evitare che le società deducano dal reddito costi assimilabili ai dividendi e che, quindi, le basi imponibili si riducano attraverso la remunerazione degli strumenti finanziari. Inoltre, applicare agli strumenti in oggetto lo stesso trattamento fiscale previsto per le partecipazioni tipiche, comporta che azioni e strumenti

²²² La Circolare n. 26/E del 2004 dell'Agenzia delle Entrate precisa che l'esenzione dalla tassazione in misura del 95% dei dividendi percepiti non è subordinata ad alcuna condizione particolare ed è ammessa anche se la remunerazione percepita non è stata assoggettata ad imposta (in virtù di compensazioni o agevolazioni) dalla società emittente. Cfr. AGENZIA DELLE ENTRATE, *Circolare n. 26/E*, op. cit., pag. 29.

²²³ Cfr. GAIANI L., *Il nuovo regime dei dividendi percepiti da imprese e società*, in *Forum fiscale*, n. 7/8, luglio-agosto 2004, pag. 21.

²²⁴ Si osserva che si applica agli strumenti finanziari partecipativi la stessa disciplina di tassazione prevista per i dividendi la quale è stata modificata di recente in occasione della L. 24 dicembre 2007, n. 244 e del successivo D.M. 2 aprile 2008. Il provvedimento in questione ha modificato la percentuale di concorso al reddito che attualmente è pari al 49,72%. Tuttavia le distribuzioni di riserve e utili prodotti fino al 31 dicembre 2007 rientrano nel previgente regime di tassazione e concorrono al reddito nella misura dell'aliquota precedente pari al 40%.

²²⁵ Cfr. SIRONI M., *Strumenti finanziari partecipativi: aspetti fiscali*, op. cit., pag. 51-52.

finanziari partecipativi siano collocati sullo stesso livello concorrenziale nel mercato dei capitali.

Fiscalmente, è poi necessario considerare che se, in base a quanto stabilito nello statuto, gli strumenti in questione possono circolare, la cessione a titolo oneroso degli stessi può dar luogo, in capo al percettore, alla realizzazione di una plusvalenza o di una minusvalenza.

Anche la tassazione della plusvalenza cambia a seconda della diversa soggettività tributaria del cedente. In particolare, se si tratta di soggetto Ires e la plusvalenza possiede i requisiti affinché si possa applicare il regime di tassazione della *participation exemption* (regime di esenzione da partecipazione o più semplicemente PEX)²²⁶, essa concorre al reddito imponibile in misura del 5%; è prevista pertanto un'esenzione del 95% del valore delle plusvalenze realizzate. Nelle altre ipotesi (plusvalenze diverse dalle precedenti) la plusvalenza concorre, invece, a formare il reddito fiscale per il suo intero ammontare. Se dalla cessione ne consegue una minusvalenza e ricorrono i requisiti della PEX è previsto un regime di tassazione speculare rispetto a quello precedentemente prescritto in base al quale le minusvalenze sono indeducibili nelle stesse percentuali. Le minusvalenze realizzate dalla cessione di strumenti finanziari partecipativi, diverse dalle precedenti, in base a quanto disciplinato dall'articolo 101 del T.U.I.R sono, invece, interamente deducibili.

Se il cedente è una persona fisica che non esercita attività d'impresa la tassazione della plusvalenza segue le stesse regole previste per i dividendi e illustrate precedentemente. Vale a dire, se lo strumento è assimilabile ad una partecipazione qualificata, il plusvalore realizzato attraverso la cessione a decorrere dal 1° gennaio 2009 concorre al reddito imponibile in misura del 49,72%, mentre le plusvalenze realizzate in esercizi precedenti sono tassate in misura del 40%; se la partecipazione è, invece, non qualificata sulla plusvalenza bisogna calcolare la ritenuta d'imposta in misura del 12,50%.

Se il soggetto cedente è infine una persona fisica o una società che non esercita un'attività d'impresa e la plusvalenza possiede i requisiti PEX allora, se la plusvalenza è realizzata dal 1°

²²⁶ Nel regime di esenzione da partecipazione i dividendi e le plusvalenze realizzate da società di capitali sono esenti da imposte. Tale regime è stato introdotto per sostituire il credito d'imposta sui dividendi e quindi, per evitare che utili già tassati in capo alla società partecipata siano nuovamente tassati in capo al percettore. Tuttavia, al fine di consentire al contribuente di dedurre i costi di gestione della partecipazione, l'esenzione prevista non è integrale ma circoscritta al 95% del dividendo o della plusvalenza. Secondo quanto previsto dall'articolo 87 del T.U.I.R., inoltre, è possibile applicare il regime di tassazione della PEX se:

- le partecipazioni sono possedute ininterrottamente dal primo giorno del dodicesimo mese precedente quello dell'avvenuta cessione, considerando cedute per prime le azioni o quote acquisite in data più recente;
- le partecipazioni cedute devono essere state classificate nel primo bilancio chiuso durante il periodo di possesso nella categoria delle immobilizzazioni finanziarie;
- la società partecipata non deve essere residente in uno Stato a fiscalità privilegiata;
- la società partecipata deve esercitare un'attività commerciale così come definita dall'articolo 55 del T.U.I.R..

gennaio 2009, la stessa concorre alla formazione del reddito fiscale in misura pari al 50,28%, se realizzata negli esercizi precedenti incide sul reddito imponibile applicando la previgente percentuale pari al 40%. La plusvalenza concorre alla formazione del reddito fiscale per il 100% nelle altre circostanze diverse dalle precedenti²²⁷.

L'assimilazione degli strumenti finanziari partecipativi alle azioni ha, in un primo momento, compromesso la possibilità della società di aderire alla tassazione per trasparenza prevista dagli articoli 115 e 116 del T.U.I.R.²²⁸. L'articolo 115 del T.U.I.R. nella precedente formulazione, a tal proposito, sanciva che l'opzione per la trasparenza fiscale è vietata nel caso in cui la società «*abbia emesso strumenti finanziari partecipativi di cui all'articolo 2346, ultimo comma, del codice civile*». La tassazione per trasparenza richiede, infatti, l'adesione da parte di tutti i soci; la compresenza di soci e di altri soggetti, quali i sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi, che dal punto di vista fiscale rappresentano una sorta di compagine sociale, comportava l'esclusione dell'applicazione di tale regime impositivo. La norma, tuttavia, fu successivamente modificata al fine di favorire l'adesione al regime di tassazione per trasparenza. In realtà, il divieto all'esercizio dell'opzione per trasparenza in caso di emissione di strumenti finanziari partecipativi si è ben presto dimostrato non rispondente ad una concreta occorrenza dato che, sia nell'ipotesi di sottoscrizione degli strumenti in oggetto da parte di terzi che di soci, il reddito prodotto dalla società, il quale comprende anche il rendimento indeducibile degli strumenti partecipativi, è comunque imputato per trasparenza ai soci²²⁹.

Se gli strumenti finanziari partecipativi sono assimilati ai titoli di debito, bisogna tenere conto che essi generano, in capo alla società che li emette, degli interessi passivi. Analogamente a quanto descritto in precedenza, anche per la tassazione degli strumenti assimilati alle obbligazioni si devono fare considerazioni differenti a seconda del soggetto percipiente. Se il sottoscrittore è una persona fisica non esercente attività d'impresa e lo strumento in esame ha una durata superiore a 18 mesi si applica una ritenuta a titolo di imposta del 27%; negli altri casi si applica una ritenuta del 12,50%. Se il soggetto titolare è una persona fisica imprenditore o una società si applica una ritenuta a titolo d'acconto calcolata nella stessa misura di quelle descritte precedentemente.

²²⁷ Cfr. SIRONI M., *Strumenti finanziari partecipativi: aspetti fiscali*, op. cit., pag. 52-53.

²²⁸ Cfr. DEOTTO D., *Trasparenza al test esclusioni*, in *Il Sole 24 Ore*, 27 ottobre 2004, pag. 38.

²²⁹ Se gli strumenti finanziari partecipativi emessi dalla società sono assimilabili alle azioni, infatti, ai fini della tassazione, il reddito imponibile della società deve essere aumentato in misura corrispondente alla remunerazione degli strumenti partecipativi, la quale è indeducibile. Il reddito ottenuto è poi imputato a ciascun socio indipendentemente dalla percezione. Il rendimento degli strumenti finanziari partecipativi è tassato solo in capo al percettore in base alle regole previste per la tassazione dei dividendi. Cfr. ANDRIOLA M. – GALARDO S.M., *L'impatto*, op. cit., pag. 163-164.

Se, a seguito di cessione a titolo oneroso, si realizza una plusvalenza e il cedente è una persona fisica non esercente attività d'impresa il plusvalore realizzato, conformemente a quanto precisato nella C.M. 6/E/2006, sarà compresa fra i redditi diversi disciplinati dall'articolo 67, comma 1, lettera c-ter del T.U.I.R. e saranno assoggettati ad un'imposta sostitutiva pari al 12,50%. Se, invece, il cedente esercita attività d'impresa la plusvalenza concorrerà per l'intero ammontare alla determinazione del reddito d'impresa²³⁰.

Gli strumenti finanziari partecipativi si caratterizzano, tuttavia, per l'impossibilità di inquadrare gli stessi in maniera indiscutibile nella categoria delle azioni o in quella delle obbligazioni. La Circolare n. 26/E del 2004 precisa che la remunerazione degli strumenti finanziari è indeducibile solo per la quota di essa che comporta una partecipazione ai risultati economici della società emittente e pertanto, *«nell'ipotesi in cui uno strumento finanziario assicuri una remunerazione solo parzialmente parametrata ai risultati economici della società emittente può ritenersi indeducibile la sola quota parametrata ai predetti risultati economici»*²³¹. Per gli strumenti finanziari ibridi, di conseguenza, il soggetto emittente, al fine di applicare il corretto trattamento fiscale, deve individuare la componente della remunerazione che è commisurata al risultato economico d'esercizio e che deve considerarsi indeducibile dal reddito d'impresa e la quota che invece è prestabilita, quindi che non dipende dall'esistenza di un utile, la quale è sempre deducibile in capo all'emittente.

Per individuare il trattamento fiscale della remunerazione degli strumenti finanziari ibridi, che grava sul soggetto sottoscrittore, si rimanda invece al regime fiscale previsto per i titoli atipici. In questo caso, infatti, la remunerazione percepita non può essere fiscalmente assimilata alle azioni e in capo al percettore si applica una ritenuta a titolo d'imposta (se persona fisica che non esercita attività d'impresa) o a titolo di acconto (se il soggetto passivo esercita attività d'impresa) calcolata in misura pari al 27%. La remunerazione in oggetto concorre quindi alla determinazione del reddito d'impresa dei sottoscrittori e, non essendo necessaria alcuna scomposizione della stessa in capo al percipiente, è ricondotta integralmente nell'ambito degli interessi attivi²³².

²³⁰ Cfr. SIRONI M., *Strumenti finanziari partecipativi: aspetti fiscali*, op. cit., pag. 53-54.

²³¹ Si veda AGENZIA DELLE ENTRATE, *Circolare n. 26/E*, op. cit., pag. 12.

²³² Cfr. SIRONI M., *Strumenti finanziari partecipativi: aspetti fiscali*, op. cit., pag. 54.

3.1 La diffusione degli strumenti finanziari partecipativi: un'analisi empirica

L'introduzione degli strumenti finanziari partecipativi come strumenti alternativi di finanziamento ha suscitato la curiosità soprattutto degli studiosi. In un primo momento l'attenzione si è addirittura concentrata solo sugli aspetti di natura giuridica trascurando quelli di carattere economico-aziendale e soprattutto le implicazioni di carattere contabile.

Partendo dall'assunto di base che tali strumenti rappresentano una valida ma «teorica» modalità di finanziamento si vuole, attraverso un'analisi empirica, ponderare la loro diffusione nella pratica.

La metodologia di ricerca si impernia, pertanto, sull'ipotesi iniziale secondo la quale gli strumenti finanziari partecipativi non sono particolarmente conosciuti e, di conseguenza, adottati dalle imprese italiane.

Le domande a cui si cercherà di fornire una risposta attraverso la realizzazione di tale analisi sono:

- qual è il grado di diffusione degli strumenti finanziari partecipativi?
- qual è il loro contributo nel risolvere le criticità legate al finanziamento delle imprese?

Nel prosieguo si descrivono le singole fasi attraverso le quali si è realizzata la verifica empirica in oggetto.

3.6.1 Il metodo della ricerca

Al fine di acquisire e verificare i risultati della ricerca empirica che si vuole realizzare è innanzitutto necessario individuare fra le tecniche che la ricerca sociale mette a disposizione, quelle che rispondono meglio alle finalità che l'attività in questione si prefigge di raggiungere.

L'analisi in oggetto si realizza utilizzando quale metodo di ricerca un questionario semistrutturato formato da domande a risposta chiusa e a risposta aperta. Sono presenti, inoltre, anche alcune domande a risposta dicotomica.

La scelta di tale documento è riconducibile innanzitutto alla facilità di somministrazione dello stesso, per l'informalità che contraddistingue tale strumento di ricerca ed, inoltre, perché si realizza attraverso una procedura standardizzata che garantisce la comparabilità delle risposte e la possibilità di sottoporle ad analisi adottando gli strumenti che la statistica mette a disposizione. A tutti i soggetti intervistati, infatti, sono state formulate le stesse domande con

la medesima struttura. Attraverso il questionario, inoltre, è possibile verificare empiricamente la rilevanza di determinanti, come i fattori soggettivi, che attraverso l'analisi dei dati economico-finanziari non è possibile quantificare e valutare.

Il questionario è strutturato in tre parti. La prima parte è descrittiva e in essa le società oggetto di indagine specificano la propria denominazione, la propria sede e indicano se la stessa è quotata o meno in Borsa.

La seconda parte è generale. L'obiettivo di questa parte del questionario è rivolto a verificare se le società emettono o sottoscrivono strumenti finanziari partecipativi e quali sono i motivi che determinano l'una o l'altra condotta. A seconda della risposta fornita a questa domanda filtro si accede poi alla terza e ultima parte del questionario che può essere definita specifica. In essa, infatti, si mira ad individuare le caratteristiche che la società ha impresso agli strumenti finanziari partecipativi emessi.

Allo stesso tempo il questionario è diviso in due sezioni: la prima rivolta alle società che emettono strumenti finanziari partecipativi e quindi ottengono il finanziamento; la seconda a quelle che invece li sottoscrivono e quindi concedono il finanziamento.

Il questionario in oggetto è stato somministrato *on-line*. Alle società oggetto di indagine, infatti, è stata inviata una *e-mail* in cui si indicava il *link* al sito presso il quale era possibile rispondere alla *survey*²³³. Si è provveduto, per le società che presentano un sito più strutturato, ad inviare il questionario all'indirizzo di posta elettronica degli *investor relators*; per le altre, invece, si è fatto riferimento al generico indirizzo *e-mail* della società o, nei casi in cui non sia stato possibile individuare neanche quest'ultimo, si è compilato l'apposito modulo di richiesta informazioni.

La ricerca si è estesa per un periodo di otto mesi.

Una volta reperite le informazioni che consentono di esprimere un giudizio sulla diffusione degli strumenti finanziari partecipativi, si cercherà, infine, di valutare il contributo offerto da essi nel risolvere i problemi relativi alla ricerca di finanziamento da parte delle imprese italiane analizzando le informazioni economico-finanziarie di ciascuna di esse.

²³³ Si precisa che si utilizza il termine inglese *survey* prescindendo dalle problematiche di carattere terminologico ad esso riferibili. Il termine in questione, infatti, non è facilmente traducibile in italiano a causa della inesistenza di un corrispondente termine che presenti un significato equivalente. Nel presente lavoro, pertanto, come già compiuto da alcuni autorevoli Autori, si utilizza il termine *survey* per fare riferimento al questionario o più in generale all'indagine campionaria svolta. Cfr. CORBETTA P., *La ricerca sociale: metodologia e tecniche*, volume II, Il Mulino, Bologna, 2003, pag. 128 e ss..

3.6.2 Il campione di riferimento

L'universo di riferimento dell'analisi empirica è composto dalle oltre ventiseimila società per azioni²³⁴. Gli strumenti finanziari partecipativi, infatti, si ricorda possono essere emessi dalla suddetta categoria di società di capitali. Condurre la ricerca sulla totalità della popolazione oggetto di indagine si presenta, pertanto, improponibile e risulta necessario individuare un sottoinsieme di tale realtà tenendo in considerazione che i risultati ottenuti sulla base dello studio condotto su quest'ultimo devono poter essere generalizzati all'intero universo di riferimento.

Tale sottoinsieme, che si definisce campione²³⁵, si compone di trecentotrenta società per azioni.

Le unità costituenti il campione sono state selezionate per i motivi illustrati di seguito:

- risultano facilmente contattabili, in altri termini sono state escluse dal campione le società per le quali non è stato possibile individuare un valido indirizzo di posta elettronica da contattare;
- sono di dimensioni più piccole²³⁶. Tale scelta è motivata dalla considerazione che sono soprattutto le piccole e medie imprese ad aver bisogno di finanziamenti e, allo stesso tempo, incontrano maggiori difficoltà nel reperirli;
- si è data prevalenza alle società non quotate in Borsa.

Prima di definire il campione oggetto di indagine, infatti, si è realizzata una verifica iniziale che ha avuto per oggetto l'osservazione dei bilanci, e in particolare della Nota Integrativa, delle società quotate in Borsa a partire dal 2004, anno in cui è entrata in vigore la riforma societaria, al fine di individuare tra di esse le società che adottano o che hanno adottato gli strumenti in questione. Da tale indagine preliminare è emerso che la stragrande maggioranza delle società in esame non ricorrono agli strumenti finanziari partecipativi e di fronte a tale situazione si è, quindi, deciso di concentrare l'attenzione sulle imprese di più modeste dimensioni non quotate, sulle società bancarie e finanziarie quotate, per le quali risultava interessante verificare quanto già dedotto dall'osservazione del bilancio e conoscere le motivazioni che inducono tali società a non considerare tali strumenti di finanziamento e sulle società quotate per le quali, indipendentemente dal settore in cui le stesse operano, è

²³⁴ Tale stima deriva da dati ISTAT riferiti all'anno 2006.

²³⁵ Il campione, infatti, non è altro che lo strumento attraverso il quale è possibile stimare ciò che si vuole conoscere.

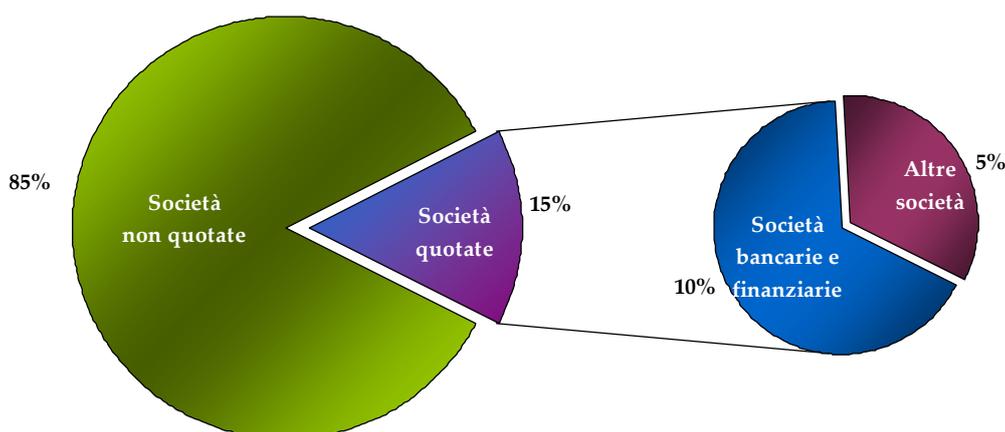
²³⁶ Per individuare le società di dimensioni più piccole si è fatto riferimento alla classifica per fatturato pubblicata su L'atlante delle società leader '08, abbinato a Italia Oggi.

stata riscontrata, nel passato o in un'ottica futura, una certa propensione verso gli strumenti partecipativi. Dall'analisi preliminare condotta è stato individuato, infatti, qualche timido approccio agli strumenti in questione da parte di società che non presentano particolari caratteristiche comuni²³⁷.

Come rappresentato nella figura 3.2, si stima che solo il 15% del campione è costituito da società quotate in Borsa di cui circa il 10% è relativo a società bancarie e finanziarie.

Si tratta, pertanto, di un campione non probabilistico e ragionato. Le singole unità che lo compongono, infatti, sono state selezionate in modo discrezionale-soggettivo sulla base di alcune specifiche caratteristiche e non sulla base di estrazioni. Inoltre, dato che nella scelta delle unità del campione si è utilizzato il proprio giudizio, nell'ambito dell'indagine in oggetto si è fatto ricorso al campionamento per obiettivi.

Figura 3.2 – Il campione di riferimento

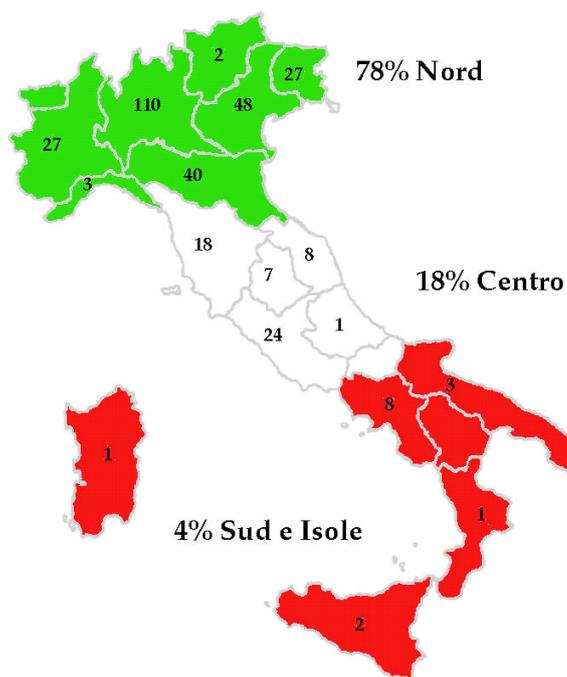


Fonte: Nostra elaborazione

Come mostrato, infine, nella successiva figura 3.3, la maggior parte delle imprese che rientrano nel campione hanno la propria sede nel Nord Italia e solo una percentuale minima al Sud. La distribuzione geografica del campione non dipende da particolari esigenze conoscitive, bensì rispecchia semplicemente il fatto che il Nord Italia è oggettivamente la zona più industrializzata del Paese. Per tale motivo non si è potuto procedere a ricalibrare il campione al fine di realizzare una distribuzione più omogenea dello stesso fra Nord, Centro e Sud e Isole.

²³⁷ Le società che compongono il campione sono elencate nella sezione dedicata agli allegati.

Figura 3.3 – La distribuzione geografica del campione di riferimento



Fonte: Nostra elaborazione

3.6.3 I risultati

L'obiettivo della ricerca è di testare la diffusione degli strumenti finanziari partecipativi. A tale scopo, come già evidenziato, si è realizzata un'inchiesta campionaria, cioè si è individuato, con riferimento alla popolazione formata dalle società per azioni, un campione al quale è stato somministrato un questionario appositamente costruito. Tuttavia, nonostante il ricorso ad un campione si ritenga inevitabile ai fini della realizzazione di tale indagine empirica, nel valutare i risultati della stessa non si possono ignorare le criticità che l'inchiesta campionaria presenta.

Si ricorda, infatti, che se nello svolgimento dell'analisi si considera l'intera popolazione si ottiene una valutazione esatta del fenomeno oggetto di studio; se, invece, si conduce un'indagine campionaria si ottiene una valutazione approssimativa dello stesso fenomeno.

La valutazione approssimata ottenuta sarà, pertanto, affetta da un errore che si definisce *errore di campionamento*, la cui entità dipende in genere dal livello di fiducia che si ricerca

nella stima, dalla mutevolezza della variabile oggetto di indagine e dall'ampiezza del campione²³⁸.

A tal proposito si osserva che nell'indagine campionaria condotta, data l'elevata numerosità dell'universo di riferimento, sia riscontrabile nella definizione dell'ampiezza del campione un eventuale punto di debolezza. Tuttavia, considerando che si ritiene che gli elementi esclusi dal campione non differiscano in maniera significativa da quelli che invece sono stati inclusi e che si è proceduto ad integrare lo stesso comprendendo quegli elementi che, in via preliminare, sono stati individuati come casi particolari da sottoporre ad approfondimenti, il campione si reputa sufficientemente rappresentativo dell'universo.

Un altro rischio legato all'applicazione nelle scienze sociali della procedura di campionamento, inoltre, è riscontrabile nella possibilità che alcuni soggetti pur essendo compresi nel campione di riferimento non forniscano una risposta al questionario originando il cosiddetto *errore di non risposta*.

Nell'indagine campionaria condotta si rileva, con riguardo a ciò, un *errore di non risposta* degno di nota. Molte imprese oggetto di indagine, infatti, non hanno accolto l'invito a rispondere al questionario. Per la maggior parte di esse i motivi di tale mancata attuazione non sono noti o meglio, sono sostanzialmente imputabili alla scarsa propensione delle imprese del nostro Paese, indipendentemente dalla loro forma giuridica, a fornire notizie.

Alcune società hanno, invece, motivato tale condotta richiamando la loro politica aziendale la quale non consente loro di divulgare determinate informazioni, nonostante gli sia stata assicurata la riservatezza delle stesse. Le aziende in oggetto, inoltre, hanno consigliato di reperire i dati necessari ai fini della realizzazione di tale analisi consultando il sito aziendale, dal quale tuttavia non è stato possibile acquisire informazioni utili a causa del contenuto strettamente commerciale delle notizie divulgate dagli stessi.

Per contrastare l'*errore di non risposta* si potrebbe ricorrere ad una particolare procedura, definita ponderazione, attraverso la quale si modifica in modo artificiale la composizione del campione per renderlo più vicino alla popolazione²³⁹. Si tratta, in altri termini, di attribuire un peso alle interviste raccolte determinato tenendo conto delle caratteristiche di chi non ha risposto.

Tra le non risposte prevalgono ovviamente le società non quotate e di più piccola dimensione. Ciò è riconducibile sia al fatto che, in genere, le società quotate in Borsa e quelle di

²³⁸ Cfr. CORBETTA P., *La ricerca sociale: metodologia e tecniche*, volume IV, Il Mulino, Bologna, 2003, pag. 16 e ss..

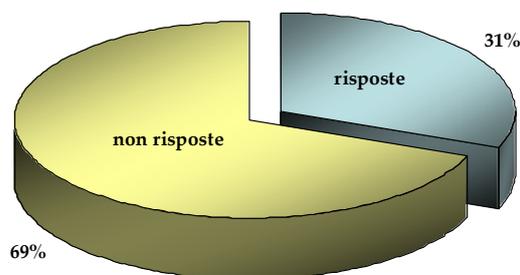
²³⁹ Cfr. *ivi* pag. 41.

dimensioni maggiori sono più propense a divulgare notizie, sia alla composizione del campione stesso, il quale include prevalentemente S.p.A. non quotate e di dimensioni più contenute²⁴⁰.

A seguito di queste osservazioni e considerando che tale procedura è spesso valutata negativamente a causa della manipolazione dei dati che essa produce, si preferisce analizzare i risultati della ricerca con riferimento alle sole risposte pervenute.

A seguito della somministrazione del questionario e di ripetuti solleciti, effettuati anche per telefono, sono pervenute solo 102 risposte che rappresentano circa il 31% del campione come di seguito evidenziato:

Figura 3.4 – Il tasso di risposta dell’analisi empirica



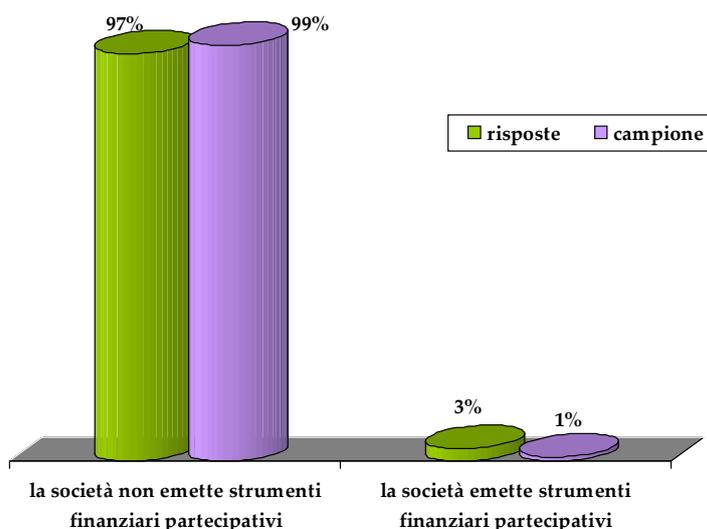
Fonte: Nostra elaborazione

Si precisa che, siccome si è garantito l’anonimato, non si fornirà un elenco delle 102 società che hanno risposto al questionario.

Dall’elaborazione dei dati ottenuti dal questionario è emerso che la maggior parte di queste imprese hanno dichiarato di non emettere strumenti finanziari partecipativi. Come evidenziato nella seguente figura 3.5, infatti, solo il 3% delle società per azioni che hanno risposto al questionario ha emesso gli strumenti in esame. Si osserva che se si fa riferimento all’intero campione oggetto di indagine questo dato corrisponde solo all’1%. Si rileva, però, che la significatività di questo dato è piuttosto limitata, dato che associa alle non risposte una tacita dichiarazione di non emissione degli strumenti finanziari partecipativi.

²⁴⁰ Si ricorda che l’85% del campione comprende società non quotate.

Figura 3.5 – La diffusione degli strumenti finanziari partecipativi



Fonte: Nostra elaborazione

La motivazione principale per cui le imprese non sono interessate ad emettere gli strumenti in questione consiste nella scarsa considerazione degli stessi. La maggior parte di esse hanno, infatti, dichiarato di non ritenerli strumenti validi soprattutto per quanto riguarda il finanziamento. Esse preferiscono ricorrere a fonti tradizionali di finanziamento facendo spesso prevalere l'ottica di breve periodo. Altre società hanno, invece, affermato di non aver bisogno di ulteriori finanziamenti.

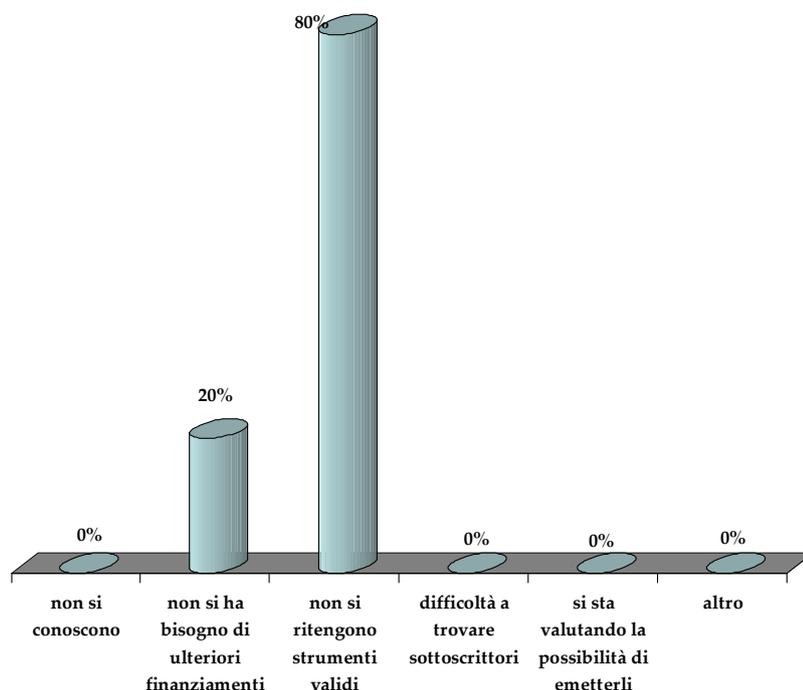
Nella seguente figura 3.6. si indicano, in termini percentuali con riferimento al numero di imprese che hanno fornito una risposta al questionario, le motivazioni che pregiudicano la diffusione degli strumenti in esame.

Delle tre società per azioni che hanno dichiarato di emettere strumenti finanziari partecipativi due sono quotate in Borsa.

A causa del numero esiguo di casi individuati è improponibile effettuare dei confronti con riferimento all'intero campione, si procede, pertanto, a descrivere ciascuna realtà aziendale in questione pur rispettandone l'anonimato.

Le tre situazioni individuate non presentano particolari elementi in comune né con riferimento alle caratteristiche delle società né con riferimento alle circostanze in base alle quali l'esperienza relativa agli strumenti finanziari partecipativi si sviluppa.

Figura 3.6 – Le motivazioni per cui non si emettono strumenti finanziari partecipativi



Fonte: Nostra elaborazione

Il primo caso studio riguarda una tra le più antiche e dinamiche società del settore immobiliare. Attualmente è un gruppo integrato attivo in due principali linee di *business*: servizi immobiliari e investimenti. È quotata in Borsa e nel 2008 ha gestito un patrimonio immobiliare di 5,4 miliardi di euro, ha realizzato ricavi lordi pari a 82,2 milioni di euro e un risultato ante imposte negativo pari a 318,2 milioni di euro. Il Gruppo in questione, infatti, nell'ultimo anno, a causa della pesante e persistente crisi finanziaria in generale e del settore immobiliare in particolare, si è trovato in una situazione di difficoltà finanziaria. Il fattore scatenante è individuato principalmente nella mancanza di liquidità conseguente, tra l'altro, alla difficoltà di trovare acquirenti per gli immobili posti in vendita.

Tale situazione è confermata dai dati riportati nel Bilancio del 2008. Si ricorda, infatti, che attraverso tale documento è possibile esprimere un giudizio sulla solvibilità e sulla solidità strutturale dell'impresa costruendo appositi indicatori, così come illustrato nel primo capitolo del presente lavoro. Per avere indicazioni sulla capacità dell'impresa in esame di soddisfare il fabbisogno di breve periodo è necessario fare riferimento innanzitutto al *capitale circolante netto* che nel 2008 è pari a 270,9 migliaia di euro, che rispetto all'esercizio precedente ha subito un decremento pari al 40,24% a causa di una riduzione delle rimanenze in parte imputabile a svalutazioni delle stesse, alla riduzione dei crediti e di altre attività a breve e

infine, all'incremento delle passività a breve. Dato che tale indicatore presenta un valore positivo si può esprimere un primo parere favorevole circa la solvibilità dell'azienda. Esso, infatti, indica che, almeno per il momento, la società in questione riesce a coprire gli impegni a breve con fonti finanziarie prontamente realizzabili. Sono, tuttavia, necessari ulteriori approfondimenti. Sono stati quindi esaminati altri indicatori le cui risultanze sono sintetizzate nella tavola seguente²⁴¹:

Tavola 3.1 – Indicatori di solvibilità

INDICATORE (valori approssimati)	COMMENTO
<p style="text-align: center;"><i>MARGINE DI TESORERIA</i> \cong (572,9 migliaia euro)</p>	<p>Il margine di tesoreria, pari alla differenza tra liquidità ed esigibilità, è negativo ed esprime che l'impresa non è in grado di onorare prontamente ed economicamente i debiti a breve scadenza. Si denota, pertanto, un'elevata dipendenza dell'impresa dai suoi creditori nonostante si sia individuato un capitale circolante netto positivo.</p>
<p style="text-align: center;"><i>CURRENT RATIO</i> \cong 0,55</p>	<p>L'indice di liquidità relativa, pari al rapporto tra attività correnti e passività correnti e che in realtà rappresenta il capitale circolante netto sotto forma di indice, presenta un valore positivo ma da solo non è sufficiente per affermare che l'impresa si trova in condizioni di equilibrio finanziario nel breve periodo a causa della considerazione delle disponibilità in senso stretto. Si ricorda infatti, che il valore che esprime una situazione di equilibrio a breve accettabile si individua quando l'indice in questione indica che il capitale circolante netto è pari alle passività correnti.</p>
<p style="text-align: center;"><i>QUICK RATIO</i> \cong 0,09</p>	<p>L'indice di liquidità assoluta che esprime la capacità dell'impresa di far fronte agli impegni finanziari a breve con risorse già liquide o prontamente liquidabili e che deve essere letto congiuntamente all'indice di liquidità relativa, presenta un valore molto basso. Esso indica, pertanto, una situazione preoccupante: l'entità delle disponibilità liquide, infatti, è troppo modesta e l'impresa si trova in difficoltà a rimborsare i debiti correnti.</p>

Fonte: Nostra elaborazione

Per esprimere un giudizio, invece, sulla solidità strutturale, cioè sulla capacità dell'impresa di soddisfare il fabbisogno finanziario in ogni momento in modo tempestivo ed efficiente, si fa riferimento alle grandezze descritte nella tavola successiva:

²⁴¹ Per maggiori approfondimenti sugli indici trattati si rimanda al primo capitolo del presente lavoro.

Tavola 3.2 – Indicatori di solidità strutturale

INDICATORE (valori approssimati)	COMMENTO
<i>MARGINE DI STRUTTURA</i> \cong (580,3 migliaia euro)	Il margine di struttura, pari alla differenza fra capitale proprio e immobilizzazioni, è negativo e indica l'incapacità dei mezzi propri di finanziare gli impieghi fissi. È necessario, pertanto, ricorrere a finanziamenti esterni.
<i>INDICE DI COPERTURA SECCO DELLE IMMOBILIZZAZIONI</i> \cong 0,04	Tali considerazioni sono confermate dall'indice di copertura secco delle immobilizzazioni il quale presenta un valore molto basso ed esprime, pertanto, l'insufficienza dei mezzi propri a coprire gli investimenti durevoli.
<i>MARGINE DI STRUTTURA ALLARGATO</i> \cong (302,7 migliaia euro)	Il margine di struttura allargato, che considera anche il contributo offerto dalle redimibilità nella copertura dell'attivo immobilizzato, conferma che il rapporto fra investimenti e finanziamenti è gravemente sbilanciato. Il capitale proprio e le redimibilità risultano, infatti, insufficienti a coprire le immobilizzazioni.
<i>INDICE DI COPERTURA RELATIVO DELLE IMMOBILIZZAZIONI</i> \cong 0,5	La situazione di squilibrio finanziario della società in questione è confermata, infine, dall'indice di copertura relativo delle immobilizzazioni. Esso presenta un valore inferiore all'unità e indica pertanto che la società ricorre in modo considerevole al finanziamento a breve per l'attivo immobilizzato dato che le fonti stabili non risultano sufficienti.

Fonte: Nostra elaborazione

La situazione finanziaria del Gruppo, pertanto, presenta forti criticità connesse all'elevato livello di indebitamento, all'integrale utilizzo delle linee di credito e ad una grave situazione di illiquidità connessa all'impossibilità di accedere a nuovi finanziamenti e alla incapacità di far fronte con il proprio attivo alla riduzione dell'indebitamento finanziario netto consolidato che nel 2008, come risulta dalla Relazione sulla gestione, è aumentato da 752,1 milioni di euro nel 2007 a 810,4 milioni di euro²⁴².

Come si legge nel Bilancio Consolidato del 2008, infatti, al 31 dicembre non sono state rispettate scadenze con il sistema bancario per circa 228 milioni di euro, di cui 196 milioni di euro sono relativi a finanziamenti chirografari per la quasi totalità erogati alla Capogruppo, mentre quasi 42 milioni di euro di debiti verso altri finanziatori (con scadenza entro 12 mesi) risultano scaduti e non pagati alla stessa data.

²⁴² L'indebitamento finanziario netto è determinato dalla somma algebrica delle seguenti voci:

- Debiti verso banche con scadenza entro/oltre 12 mesi;
- Debiti verso altri finanziatori con scadenza entro/oltre 12 mesi;
- Depositi vincolati;
- Disponibilità liquide ed equivalenti.

Al fine di ristrutturare il debito finanziario del Gruppo, la Società ha, di conseguenza, comunicato al mercato la necessità di reperire nuove risorse finanziarie, attribuendo mandato al *management* di presentare un nuovo piano industriale.

Al 31 dicembre 2008 la società in esame non ha quindi emesso strumenti finanziari partecipativi.

Il Piano Industriale 2009-2013, così come è emerso dall'analisi della documentazione societaria scaricabile dal sito della società e della Borsa Italiana, prevede una prima fase di ristrutturazione, da realizzare sia in termini di ridimensionamento del *business* che di riduzione dei costi, nella quale è contemplato un aumento del capitale e la proposta rivolta alle banche creditrici di convertire in strumenti finanziari partecipativi l'85% dei debiti chirografari della società e delle controllate. Gli strumenti in questione avrebbero una durata di cinque anni, durante i quali la società può esercitare il diritto di rimborso in qualsiasi momento, e alla scadenza possono essere convertiti in azioni ordinarie del Gruppo. Ai sottoscrittori si riconoscerebbe la partecipazione agli utili distribuiti proporzionalmente alla quota figurativa di capitale sociale che essi rappresenterebbero se convertiti.

La realizzazione di tale operazione comporterebbe dal punto di vista patrimoniale, una notevole riduzione del debito bancario consolidato e dal punto di vista economico una considerevole diminuzione degli oneri finanziari.

La società in questione, nel rispondere al questionario, ha pertanto dichiarato di avere intenzione di emettere strumenti finanziari partecipativi in quanto essi sarebbero destinati a coprire il debito nei confronti degli istituti di credito. La sottoscrizione degli stessi avverrebbe, quindi, tramite terzi, o meglio coinvolgendo le banche creditrici.

Proseguendo nell'analisi delle risposte al questionario compilato dalla società in oggetto emerge che l'apporto correlato all'emissione di detti strumenti finanziari sarebbe rappresentato pertanto da crediti, e che l'organo competente alla loro emissione è l'assemblea dei soci.

Con riferimento alla società in oggetto, tuttavia, si osserva che alla fine del 2008 essa dimostra solo un certo interesse a trasformare alcuni debiti in strumenti finanziari partecipativi. La fattibilità dell'operazione dipende dal parere delle banche creditrici le quali potrebbero non accontentarsi di divenire semplicemente titolari di detti strumenti e pretendere invece di acquisire la qualifica di socio, magari limitando la propria competenza anche solo su determinati argomenti. La società di fronte ad una siffatta situazione si troverà a valutare se ai fini del superamento dell'attuale delicata situazione finanziaria convenga convertire i suddetti debiti in altri debiti di finanziamento o in quote di capitale sociale. L'analisi di questo caso

studio, a parere di chi scrive, evidenzia le criticità che pregiudicano l'emissione degli strumenti in questione.

Si deve tenere, infatti, in considerazione che attraverso l'emissione di strumenti finanziari partecipativi si riescono ad ottenere delle risorse finanziarie vincolate per un certo periodo di tempo, il finanziatore è coinvolto nelle vicende della società limitatamente ai diritti che gli saranno riconosciuti, il capitale sociale non subisce alcuna variazione e il sottoscrittore resta fuori dalla compagine sociale. Se il presunto titolare di detti strumenti ha, invece, interesse ad entrare nella compagine societaria la possibilità che la società emetta strumenti finanziari partecipativi è notevolmente compromessa in quanto, si ricorda, che il soggetto in questione non diventa socio sottoscrivendo tali strumenti.

Il secondo caso studio riguarda, invece, una delle principali realtà internazionali nel settore della moda e dei beni di lusso. Il gruppo, quotato in Borsa, è attivo nella creazione, nella produzione e nella distribuzione di un'ampia gamma di prodotti di alta qualità e unicità stilistica. Esso si caratterizza per una strategia *multibrand* e comprende nel proprio portafoglio marchi noti a livello internazionale. L'attività della società in esame si suddivide in due segmenti: *prêt-à-porter* e calzature e pelletteria. Nonostante il grave momento di difficoltà che sta vivendo l'economia mondiale, il gruppo in oggetto nel 2008 ha raggiunto un fatturato di 294.684 migliaia di euro rispetto a 293.211 migliaia di euro dell'esercizio 2007, con un incremento dello 0,5%, confermando la forza dei propri principali *brand*. Il risultato ante imposte ha invece registrato un decremento pari al 40,5% passando da 25.645 migliaia di euro nell'esercizio 2007 a 15.250 migliaia di euro nell'esercizio 2008.

Tuttavia, per indagare sui rapporti tra la società in esame e gli strumenti finanziari partecipativi bisogna tornare indietro nel tempo. La società ha, infatti, emesso strumenti finanziari partecipativi nel 2006, anno in cui tra l'altro non era ancora quotata in Borsa.

Gli strumenti in questione sono stati sottoscritti integralmente da uno dei soci mediante accollo di un debito contratto dalla società per l'acquisto di azioni proprie. Il credito sorto nei confronti del socio sottoscrittore è stato, quindi, impiegato per realizzare la suddetta operazione.

Nella Nota Integrativa del Bilancio d'esercizio della capogruppo del 2006 è riportato il numero di strumenti finanziari partecipativi emessi e il loro valore complessivo, nonché il regolamento degli stessi approvato dall'assemblea.

In particolare, si legge che per gli strumenti emessi dalla società in esame non esiste obbligo di restituzione; si tratta, pertanto, di apporti a fondo perduto che incrementano il patrimonio, e non il capitale sociale, della società. Pertanto, a fronte del credito nei confronti

del socio, impiegato per la copertura del debito sorto per l'acquisto delle azioni proprie, si è rilevata la *Riserva per emissione di strumenti finanziari partecipativi*.

Inoltre, fino alla data di conversione, il titolare degli strumenti in oggetto non ha diritto alla distribuzione di utili ma gli è riconosciuto solo il diritto a percepire un interesse nominale annuo. Questa situazione fa sì che a fronte della rilevazione degli *Interessi per strumenti finanziari partecipativi* risultanti nel Conto Economico si sia rilevato il debito verso il socio per la corresponsione degli stessi nella voce *Debiti verso altri finanziatori* iscritta nel Passivo dello Stato Patrimoniale.

Gli strumenti finanziari emessi sono, infine, obbligatoriamente convertibili in azioni alla scadenza, prevista per il 31 ottobre 2012, tuttavia, è contemplata la possibilità di conversione anticipata degli stessi in caso di quotazione in Borsa della società.

Ciò è quanto effettivamente avvenuto nel 2007. A seguito, infatti, della quotazione in Borsa della società, gli strumenti finanziari partecipativi in questione sono stati convertiti in azioni ordinarie e nel Bilancio 2007 essi non risultano più se non per rilevare la variazione rispetto all'anno precedente della *Riserva per emissione di strumenti finanziari partecipativi* la quale si annulla a causa dell'estinzione degli stessi.

Il terzo ed ultimo caso individuato è relativo ad una società per azioni non quotata in Borsa che ha per oggetto, sia in Italia che all'estero, la produzione, la commercializzazione e la distribuzione di prodotti di calzetteria, di capi di intimo e di abbigliamento in genere. Negli ultimi due anni la società ha investito ingenti risorse per migliorare la qualità, la produttività e per costruire un'efficiente organizzazione logistica e una motivata rete di vendita in grado di promuovere il marchio.

La società in questione ha dichiarato che per ampliare la possibilità di ottenere finanziamenti ha, quindi, emesso strumenti finanziari partecipativi. L'organo che si è occupato della loro emissione è il Consiglio di Amministrazione. Gli strumenti finanziari partecipativi sono stati emessi a fronte di un apporto in denaro e per essi è previsto l'obbligo di restituzione. L'operazione realizzata dalla società in questione è, pertanto, assimilabile ad un finanziamento vero e proprio. La società ha dichiarato, inoltre, che tutti gli strumenti finanziari partecipativi emessi non sono destinati alla circolazione.

Come già anticipato in precedenza, dall'analisi dei tre casi studio individuati attraverso la somministrazione del questionario si nota che, nonostante siano irrilevanti in termini di numerosità compromettendo la possibilità di effettuare un confronto con riferimento all'intero campione, ognuno di essi presenta delle specificità tali da identificare tre situazioni particolari che presentano pochi elementi in comune.

Come si nota dalla successiva tabella 3.2, in cui si fornisce uno schema di sintesi dei tre casi individuati, l'unico elemento che accomuna tutte e tre le esperienze accertate è rappresentato dalla necessità di fronteggiare esigenze di carattere finanziario.

Se il confronto si circoscrive alle due società quotate emerge, invece, che mentre la prima società sta valutando la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi la seconda ha vissuto tale esperienza nel passato e attualmente non emette gli strumenti suddetti. Le società in oggetto hanno entrambe motivato la loro condotta nella necessità di coprire un debito. L'apporto è, inoltre, rappresentato nell'una e nell'altra situazione da crediti. Altro elemento accomunante è che nelle società quotate l'organo che si occupa dell'emissione di tali strumenti partecipativi è l'assemblea dei soci. Nonostante poi si rilevi un approccio diverso per quanto riguarda la definizione dei diritti di carattere patrimoniale, si riscontra un orientamento comune per quanto riguarda la mancata attribuzione dei diritti amministrativi, quasi a voler dichiarare l'intenzione di evitare qualsiasi interferenza nel governo della società da parte dei sottoscrittori degli strumenti finanziari partecipativi. Ed è proprio con riferimento a quest'ultimi che si riscontra un nuovo elemento contrastante fra i due casi in esame. Nel primo caso, infatti, i sottoscrittori sono soggetti estranei alla società e nel secondo caso sono invece, soci.

Infine, si osserva che non è stata riscontrata nessuna società che abbia mai sottoscritto strumenti finanziari partecipativi. La motivazione principale di tale condotta è stata rinvenuta nella mancata richiesta da parte delle aziende e dalla diffidenza che le stesse mostrano verso questi strumenti.

Tabella 3.2 – I casi studio a confronto

	CASO 1	CASO 2	CASO 3
<i>La società è quotata in Borsa?</i>	si	si	no
<i>Motivazione</i>	Si potrebbero emettere strumenti finanziari partecipativi per coprire il debito nei confronti di istituti di credito	Si sono emessi strumenti finanziari partecipativi per coprire un debito della società per acquisto di azioni proprie	Si emettono gli strumenti finanziari partecipativi per ampliare la possibilità di ottenere finanziamenti
<i>Organo emittente</i>	Assemblea dei soci	Assemblea dei soci	Organo amministrativo
<i>Circolazione</i>	si	no	no
<i>Soggetto sottoscrittore</i>	Terzi	Soci	Soci
<i>Tipo apporto</i>	Crediti	Crediti	Denaro
<i>Apporto a fondo perduto</i>	no	si	no
<i>Diritti patrimoniali attribuiti</i>	Diritto alla partecipazione agli utili	Diritto a percepire un interesse nominale annuo	non disponibile
<i>Diritti amministrativi attribuiti</i>	Nessuno	Nessuno	non disponibile

Fonte: Nostra elaborazione

L'analisi empirica condotta ha confermato, pertanto, che le società italiane non apprezzano in particolar modo gli strumenti finanziari partecipativi, i quali, di conseguenza, non sono diffusi, soprattutto in veste di fonte alternativa di finanziamento. A parere di chi scrive si ritiene che il carente impiego di tali strumenti sia imputabile non necessariamente alla scarsa validità degli stessi, ma soprattutto ad un problema di carattere culturale.

L'Italia è un Paese di piccole e medie imprese, soprattutto a conduzione familiare, ancorato alle proprie tradizioni e pertanto, tendenzialmente diffidente nei confronti di qualsiasi novità che possa in qualche modo compromettere quello stato di quiete che si raggiunge quando si è convinti di conoscere e quindi, di avere sotto controllo tutte le variabili.

Gli strumenti finanziari partecipativi, invece, richiedono soprattutto un atteggiamento di apertura nei confronti di coloro che pur essendo estranei all'impresa possono contribuire ad accrescere la redditività della stessa. Gli strumenti in questione introducono, pertanto, nuove sfide per le imprese che nell'ottica di un contesto economico globalizzato non possono essere trascurate.

CAPITOLO QUARTO

Gli strumenti finanziari partecipativi e il Private Equity

4.1 Gli strumenti finanziari partecipativi, il *private equity* e il finanziamento delle piccole medie imprese italiane

Gli strumenti finanziari partecipativi, come già detto, possono essere utilizzati dalle imprese del nostro Paese per superare i limiti originati dalle contenute dimensioni e dalla bassa capitalizzazione delle stesse. Con riferimento almeno ai diritti amministrativi di cui sono dotati, essi permettono la realizzazione delle operazioni di *private equity* e, quindi, di facilitare l'internazionalizzazione, l'innovazione, le acquisizioni e la risoluzione di eventuali problemi legati al passaggio generazionale delle piccole e medie imprese.

In Italia, infatti, la maggior parte delle imprese presenta dimensioni ridotte e una proprietà chiusa e concentrata nelle mani dei soci fondatori. La concentrazione della proprietà rappresenta, a sua volta, un ulteriore vincolo alle possibilità di sviluppo dell'impresa, le quali dipendono dalle capacità di investimento della compagine proprietaria. Ciò succede soprattutto nelle imprese a conduzione familiare, particolarmente diffuse nel nostro Paese, nelle quali i soci fondatori non accettano la condivisione della proprietà con altri e preferiscono frenare lo sviluppo piuttosto che permettere l'ingresso di nuovi soci.

Le imprese di limitate dimensioni presentano, chiaramente, condizioni di inferiorità competitiva legate all'impossibilità di impiegare il potenziale di economia di scala presente in molti settori, alla bassa capacità di sviluppare innovazioni a causa della ridotta intensità degli investimenti attivabili, alla impossibilità di fronteggiare la concorrenza estera²⁴³.

²⁴³ Cfr. RICCIARDI A., *Modello organizzativo per sostenere la competitività delle Pmi italiane*, in *Amministrazione & Finanza*, n. 22, 30 novembre 2008, pag. 16 e ss..

Le piccole medie imprese (PMI), su cui si fonda l'economia del nostro Paese, presentano, inoltre, numerosi punti critici nel loro modello di finanziamento. Molto spesso le PMI, infatti, non predispongono una pianificazione strategica per la gestione dei propri investimenti e non individuano in maniera netta una funzione finanziaria governata da un organo indipendente dal direttore generale. Per finanziare gli investimenti, inoltre, piuttosto che ricorrere al capitale proprio, si preferisce ricorrere al finanziamento bancario a breve termine e di fornitura perché prontamente estinguibili e più facilmente gestibili. Di frequente le PMI si trovano, pertanto, in situazione di scarsa liquidità che, nel tempo, comporta oneri elevati legati al costo del finanziamento. Si verifica, di conseguenza, che spesso i risultati economici negativi delle imprese in questione derivano da una imperfetta gestione finanziaria²⁴⁴.

Nel sistema economico italiano è evidente, pertanto, la prevalenza del ruolo delle banche e la marginalità dei mercati finanziari, in particolare della Borsa. Il ricorso al debito bancario, infatti, non comportando modifiche al capitale di rischio, protegge l'assetto proprietario dell'impresa, che, come si è detto, spesso è incentrato sulle famiglie. Inoltre, come si è già avuto modo di osservare nel primo capitolo del presente lavoro a seguito dell'introduzione dell'accordo internazionale Basilea 2 che, a proposito dei requisiti patrimoniali delle banche, prevede che le stesse accantonino quote di capitali proporzionali al rischio derivante dai rapporti di credito assunti, le PMI devono adeguarsi agli standard introdotti da tale accordo e si troveranno costrette ad aprire la partecipazione al capitale a nuovi soci che posseggano, magari, un elevato contenuto professionale. Ciò per evitare che il rapporto squilibrato tra debiti finanziari e patrimonio netto, originato dal fatto che le PMI sono poco capitalizzate e presentano un livello di indebitamento elevato, possa comportare, a seguito dell'applicazione dell'accordo Basilea 2, un minor credito alle imprese in oggetto perché considerate particolarmente rischiose.

Le PMI devono, pertanto, superare le criticità finanziarie che presentano aumentando, in primo luogo, il capitale proprio in modo da attrarre, a loro volta, altri capitali e ottenere finanziamenti a condizioni meno onerose.

Un ulteriore impulso alla ricerca di nuovi partner attraverso i quali assicurare la sopravvivenza dell'impresa proviene dalle crescenti minacce competitive derivanti dalla situazione economica mondiale. È solo con una dotazione adeguata di capitale proprio, infatti, che è possibile sostenere l'innovazione e l'internazionalizzazione.

²⁴⁴ Cfr. RAGNI A., *Private equity, l'alternativa all'indebitamento bancario*, in *PMI*, n. 1, gennaio 2003, pag. 18.

L'ingresso di nuovi soci, però, si può realizzare solo se agli stessi sono riconosciuti opportuni incentivi come la possibilità, trascorso un certo periodo di tempo, di uscire dall'investimento conseguendo un adeguato rendimento, oppure assicurando agli stessi una rappresentanza nel consiglio di amministrazione e nel collegio sindacale.

Al fine di conseguire sia un equilibrio tra le esigenze finanziarie delle imprese e le richieste del sistema bancario sia adeguate risorse a supporto dell'internazionalizzazione e per la ricerca di nuovi prodotti e mercati, un ruolo fondamentale può essere svolto da intermediari specializzati disposti ad investire in società non quotate che presentano buone capacità di crescita. Si tratta del fenomeno del *private equity*, il quale può contribuire a superare i vincoli finanziari alla crescita delle piccole e medie imprese italiane qualora fosse adeguatamente valorizzato.

Al fine di superare i vincoli che limitano la crescita delle PMI italiane è necessario, pertanto, ridefinire i rapporti fra banche e imprese e ricercare fonti di finanziamento alternative al mercato del credito in modo da offrire alle imprese un sostegno finanziario più diversificato articolando maggiormente il rischio d'impresa²⁴⁵.

La riforma del diritto societario, tenendo conto anche della necessità delle PMI di rafforzare la propria struttura e la propria immagine, come si è già avuto modo di illustrare nel secondo capitolo del presente lavoro, ha introdotto nuovi strumenti finanziari riservando agli statuti la possibilità di combinare diversamente diritti patrimoniali e amministrativi, ampliando così le possibilità mediante le quali le imprese sono in grado di reperire capitali, sia presso i soci che presso terzi.

4.2 Le caratteristiche del *private equity*

Un'azienda, soprattutto di piccole dimensioni, per realizzare le proprie strategie produttive e commerciali, può ottenere i mezzi finanziari necessari attraverso il *private equity*.

Il *private equity*, o investimento istituzionale nel capitale di rischio, consiste nell'attività di investimento nel capitale azionario (*equity*) di imprese non quotate (*private*) le quali presentano interessanti prospettive di sviluppo in termini di crescita e di redditività. L'attività di investimento nel capitale azionario dell'impresa si realizza attraverso l'acquisizione di una

²⁴⁵ Cfr. RICCIARDI A., *La gestione finanziaria delle Pmi*, op. cit., pag. 47 e RICCIARDI A., *Le soluzioni alle criticità finanziarie delle piccole imprese*, in *Amministrazione & Finanza*, n. 2, febbraio 2009, pag. 66 e ss..

partecipazione, di solito di minoranza²⁴⁶, che, trascorso un periodo di tempo medio/lungo (minimo tre anni, massimo cinque), viene alienata²⁴⁷.

Attraverso tale tipologia di investimento il finanziatore diventa socio a tutti gli effetti e, in virtù di tale *status*, conferisce le risorse necessarie al fine di contribuire allo sviluppo dell'impresa per incrementare il più possibile il valore della partecipazione, in modo da conseguire un adeguato rendimento nel momento del disinvestimento della stessa. Per tale ragione il *private equity* comporta anche l'apporto di competenze professionali adeguate a consentire lo sviluppo dell'azienda.

L'azienda, pertanto, attraverso l'attività di investimento nel capitale di rischio beneficia non solo di ulteriori mezzi finanziari, ma ottiene, nelle fasi più delicate della sua vita (quali avvio, transizione, ristrutturazione), un supporto aggiuntivo in termini di assistenza e competenze specializzate in campo finanziario, gestionale, legale e commerciale. Tali competenze possono essere impiegate, oltre che nella ricerca e nella realizzazione di tecnologie e prodotti nuovi, anche per risolvere i problemi connessi con la proprietà dell'impresa o con il passaggio generazionale, fenomeno quest'ultimo particolarmente sentito nel nostro Paese in cui, come si è già più volte sottolineato, le PMI a carattere familiare sono numerosissime. Attraverso il supporto fornito dal *private equity* si può, infatti, pianificare in maniera equilibrata una possibile apertura del capitale a terzi, nonché favorire rapporti di collaborazione e di scambio con altri imprenditori dello stesso settore, incrementando il proprio carisma e la propria competitività. L'ingresso nella compagine aziendale di un socio prestigioso consente, inoltre, di ottenere nuove opportunità di accesso al finanziamento bancario, di migliorare l'immagine aziendale sul mercato e, di conseguenza, di incrementare la forza contrattuale sia nei confronti dei clienti che dei fornitori²⁴⁸. Si può, pertanto, affermare che il *private equity* combina l'attività di finanziamento con l'attività di servizio²⁴⁹.

Nella compagine azionaria, quindi, si inserisce un «socio temporaneo» che mette a disposizione dell'azienda le proprie abilità manageriali e imprenditoriali al fine di realizzare

²⁴⁶ Quando l'investitore assume partecipazioni di minoranza non dimostra alcun interesse a controllare direttamente l'azienda finanziata. L'investitore che, invece, assume partecipazioni di maggioranza diventa proprietario dell'azienda ed è in grado di influenzare direttamente la gestione e lo sviluppo della stessa, a meno che non nomini un *management* di fiducia. L'investitore, pertanto, può svolgere un ruolo più o meno attivo nell'impresa finanziata.

²⁴⁷ Cfr. MAGGI ANDREDAKIS ILIOS, *Un esempio di private equity nel panorama italiano*, in *Amministrazione e finanza*, n. 11, 2005, pag. 39 e CORIGLIANO R., *Il venture capital*, Bancaria Editrice, 2001, pag. 30.

²⁴⁸ Cfr. RICCIARDI A., *Le soluzioni alle criticità finanziarie delle piccole imprese*, op. cit., pag. 66.

²⁴⁹ Cfr. GERVASONI A.– SATTIN F.L., *Private equity e venture capital*, Guerini e Associati, Milano, 2000, pag. 24, RAGNI A., *Private equity*, op. cit., pag. 20 e ZARA C., *L'attività di private equity e di venture capital*, in FORESTIERI G. (a cura di), *Management, Impresa, banche e mercati finanziari*, vol. 8, Egea – Università Bocconi Editore, Milano, 2005, pag. 171.

attraverso la cessione della partecipazione nel medio/lungo periodo la più ampia differenza tra il prezzo di acquisto e il prezzo di cessione della stessa (*capital gain*)²⁵⁰.

Il *private equity*, tuttavia, non deve essere considerato come un'operazione di carattere finanziario attraverso la quale un operatore specializzato acquista un'azienda a poco prezzo e estromette l'imprenditore dalla gestione della stessa al solo fine di incrementare i propri guadagni. In realtà, l'operatore di *private equity* si pone come fine quello di realizzare un generale incremento di valore dell'azienda e tale risultato non può essere conseguito senza affiancarsi all'imprenditore, il quale è tenuto a mantenere la direzione dell'azienda e rimane il fulcro della stessa²⁵¹. Questo tipo di investimento richiede, pertanto, uno stretto rapporto di collaborazione, basato sulla fiducia e sulla condivisione degli obiettivi, tra il soggetto investitore e il soggetto che si occupa della gestione della società²⁵².

Il *private equity* si presenta come una forma intermedia di capitale di rischio che consente da un lato, una graduale apertura della compagine societaria e dall'altro, di sostenere progetti imprenditoriali innovativi. Esso, quindi, a differenza dell'indebitamento bancario che nel tempo reprime le politiche di crescita dell'azienda, mira allo sviluppo della stessa coinvolgendo gli investitori.

Qualunque società può porre in essere un'operazione di *private equity*, indipendentemente dalle dimensioni e dai mercati di riferimento. Tuttavia, esistono delle caratteristiche di bilancio e relative al posizionamento sul mercato che fanno convergere le preferenze dell'operatore di *private equity* verso una particolare impresa piuttosto che verso un'altra²⁵³. Con riferimento alle caratteristiche di bilancio si osserva che il livello di indebitamento pregresso della società non rappresenta un elemento discriminante in quanto anche imprese indebitate in misura considerevole possono essere oggetto di interesse per l'operatore di *private equity*, il quale, congiuntamente all'imprenditore, potrà ridefinire le condizioni del finanziamento in maniera più vantaggiosa. La società deve, invece, essere in grado di generare costanti e consistenti flussi di cassa dalla gestione corrente in modo da poter fronteggiare la situazione debitoria. Per quanto riguarda le caratteristiche legate al mercato, l'impresa non deve essere indirizzata verso un unico, anche se apprezzabile, cliente in modo da evitare che le sorti della stessa siano legate alle sorti di quest'ultimo. L'impresa deve

²⁵⁰ Cfr. MAGGI ANDREDAKIS ILIOS, *Un esempio di private equity*, op. cit., pag. 39.

²⁵¹ Cfr. RUSSO A.– DE ROSE L.– BIANCO A., *Operazioni di «private equity» come strumento per lo sviluppo dell'impresa*, in *Guida alla contabilità e al bilancio*, Il Sole 24 Ore, n. 10, 29 maggio 2006, pag. 26-27.

²⁵² Ricciardi definisce gli investitori istituzionali come «soci finanziatori pazienti». Cfr. RICCIARDI A., *Le soluzioni alle criticità finanziarie delle piccole imprese*, op. cit., pag. 66.

²⁵³ Per un'analisi delle caratteristiche dell'azienda *target* si veda ZARA C., *L'attività di private equity*, op. cit., pag. 181.

piuttosto rivolgersi verso una clientela alquanto diversificata e occupare una posizione di *leadership* sul proprio mercato di riferimento²⁵⁴.

I soggetti che in un'operazione di *private equity* assumono la veste di finanziatori sono, generalmente, operatori pubblici, grandi aziende, e investitori istituzionali (quali società indipendenti, sussidiarie di imprese, banche, assicurazioni, fondi pensioni e fondi d'investimento). Per finanziarie le aziende, gli investitori istituzionali impiegano risorse finanziarie raccolte a vario titolo presso il pubblico dei risparmiatori. Tra di essi si annoverano, in particolare, i *merchant banks*, che utilizzano strumenti di finanziamento ulteriori rispetto all'intervento diretto nel capitale della società, e i fondi di investimento di tipo chiuso costituiti da multinazionali e/o da singoli imprenditori privati.

In Italia, attualmente, si stanno diffondendo i cosiddetti fondi di *private equity* istituiti con L.344/93 e disciplinati dal D.Lgs. 58/98 (TUF), dal DM 228/99 e dai regolamenti di attuazione emessi dalla Banca d'Italia e dalla Consob. Essi rappresentano uno strumento di finanziamento alternativo ai prodotti finanziari tradizionali che raccolgono capitali tramite l'emissione di quote rimborsabili solo a scadenze predeterminate. Si tratta, pertanto, di fondi di tipo chiuso dato che i partecipanti non sono liberi di entrare o di uscire dal fondo in qualsiasi momento essi lo desiderino, bensì sono tenuti a rispettare precise scadenze. Le quote, inoltre, possono essere offerte a tutti i risparmiatori (offerta *retail*) oppure solo ad operatori professionali che presentano specifiche caratteristiche patrimoniali e di propensione al rischio. La sottoscrizione di fondi di *private equity* è, infine, rivolta a soggetti dotati di una certa consistenza patrimoniale e disponibilità finanziaria essendo previsto un taglio minimo di sottoscrizione²⁵⁵.

Le operazioni di *private equity* possono essere analizzate sotto differenti punti di vista: nell'ottica dello svolgimento dell'operazione stessa o in relazione ai diversi momenti di vita dell'impresa.

Nell'ambito di un'operazione di *private equity*, infatti, si possono individuare momenti diversi. Nella fase iniziale l'investitore, dopo aver definito con il titolare dell'impresa un programma di sviluppo, offre il capitale di rischio; in un secondo momento, si realizza lo scambio di informazioni tra il titolare e l'investitore e, di comune accordo, si individuano i risultati di gestione da raggiungere ed eventuali interventi correttivi da mettere in atto; infine, nella fase conclusiva, l'investitore liquida la partecipazione al fine di ottenere il *capital gain*,

²⁵⁴ Cfr. RUSSO A.– DE ROSE L.– BIANCO A., *Operazioni di «private equity»*, op. cit., pag. 30-31.

²⁵⁵ Cfr. RAGNI A., *Private equity*, op. cit., pag. 22.

mentre la titolarità dell'impresa e la responsabilità delle scelte future rimane in capo al titolare della stessa.

Secondo la letteratura finanziaria internazionale, inoltre, le operazioni di *private equity* si possono realizzare in tre diversi momenti della vita dell'impresa e più precisamente:

- nella fase di avvio;
- nella fase di sviluppo;
- a supporto di operazioni di cambiamento negli assetti proprietari e nel *management*.

Tale impostazione tiene conto del fatto che l'azienda, a seconda dello stadio di sviluppo che sta vivendo, presenta necessità diverse e l'operatore specializzato deve, di conseguenza, intervenire in modo differenziato al fine di rispondere al meglio alle sue esigenze²⁵⁶. Nella fase di avvio, intesa in senso ampio, è possibile individuare tre momenti importanti. Il primo momento è relativo all'avvio vero e proprio dell'impresa (cosiddetto *early stage*) in cui essa, al fine di valutare la fattibilità tecnica e le prospettive economiche dell'iniziativa imprenditoriale, ha bisogno di finanziamenti a supporto dell'attività di ricerca e sviluppo. L'azienda vive una fase sperimentale: il prodotto/servizio non esiste ancora, esiste solo un'idea la cui validità tecnica deve essere ancora dimostrata. In questo primo stadio non è necessario un investimento particolarmente consistente, ma, non essendoci nessuna possibilità di prevedere gli sviluppi dell'attività imprenditoriale, il rischio è molto elevato. Le competenze necessarie sono soprattutto di carattere tecnico-scientifico, oltre che manageriali, e l'operazione deve essere realizzata da soggetti altamente specializzati in quel particolare settore industriale.

Nella fase di avvio si individua un ulteriore momento che si riferisce alla necessità dell'impresa, una volta superata la fase sperimentale, di reperire risorse finanziarie per sostenere l'avviamento della produzione e distribuzione dei propri prodotti/servizi (cosiddetto *start-up financing*). In questa fase, all'elevato rischio legato all'incertezza del *business* proposto, si aggiunge la necessità di reperire finanziamenti consistenti che possano sostenere il potenziamento delle strutture produttive e dei canali di distribuzione del prodotto/servizio sul mercato. L'imprenditore necessita, inoltre, di un sostegno tecnico in termini di competenze professionali di tipo organizzativo e manageriale²⁵⁷.

Infine, l'ultimo momento che si è soliti distinguere all'interno della fase di avvio, il cosiddetto *first-stage financing*, è quello che vivono le imprese non ancora affermate sul mercato, le quali necessitano da un lato di elevati investimenti rivolti a supportare la crescita e

²⁵⁶ Cfr. GERVASONI A.– SATTIN F.L., *Private equity*, op. cit., pag. 27.

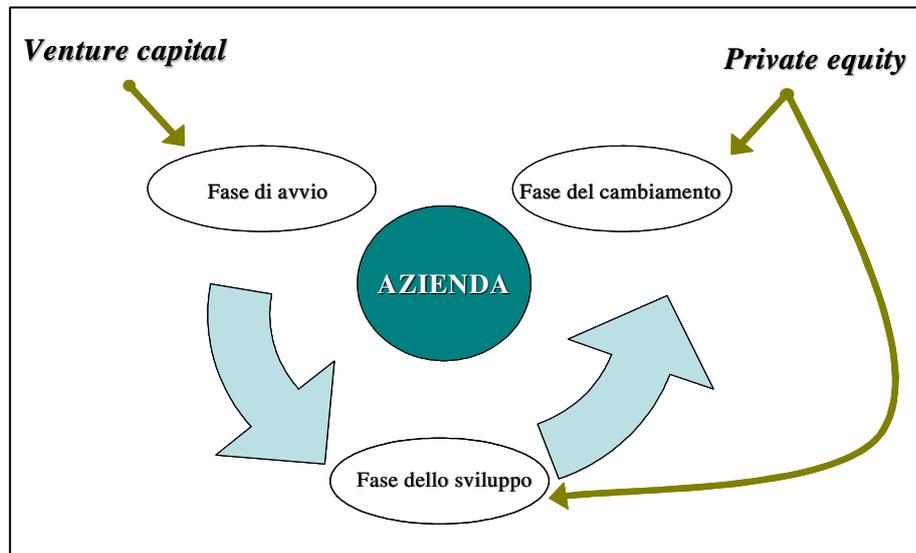
²⁵⁷ Cfr. ivi pag. 30-33.

il consolidamento dell'attività e dall'altro di adeguate competenze commerciali e di analisi di mercato²⁵⁸. Nella fase di avvio dell'impresa opera una specifica figura di *private equity* definita *venture capital*.

È necessario precisare che, a livello terminologico negli Stati Uniti l'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio è suddivisa tra *venture capital*, in cui si comprendono sia operazioni di finanziamento nei primi stadi di vita delle imprese che finanziamenti di imprese già sviluppate e mature, e operazioni di *buy-out*. In Europa, nonostante si stia procedendo ad un adattamento verso la terminologia e la metodologia statunitense, si è soliti distinguere tra *venture capital*, con riferimento alle operazioni di finanziamento nella fase iniziale dell'impresa, e *private equity*, che invece comprende tutte le operazioni di finanziamento che si realizzano in momenti successivi a quello iniziale²⁵⁹.

Le figure 4.1 e 4.2 schematizzano le differenze, a livello terminologico, degli interventi nel capitale di rischio in Europa e negli Stati Uniti.

Figura 4.1 – L'investimento istituzionale nel capitale di rischio in Europa

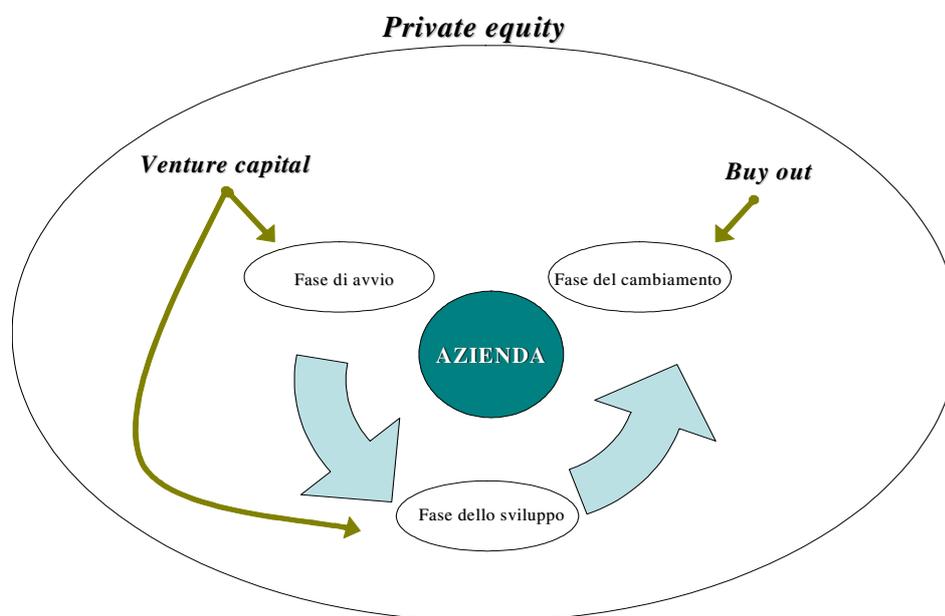


Fonte: Nostra elaborazione

²⁵⁸ Cfr. MAGGI ANDREDAKIS ILIOS, *Un esempio di private equity*, op. cit., pag. 40-41.

²⁵⁹ Cfr. GERVASONI A.– SATTIN F.L., *Private equity*, op. cit., pag. 14 e CORIGLIANO R., *Il venture capital*, Bancaria Editrice, Roma, 2001, pag. 34.

Figura 4.2 – L'investimento istituzionale nel capitale di rischio negli Stati Uniti



Fonte: Nostra elaborazione

Il supporto nella fase di sviluppo è, invece, diretto ad imprese mature che devono espandere il proprio *business*. Quando un processo produttivo raggiunge il massimo livello di maturità, infatti, per mantenere una certa competitività e trasformare crisi temporanee in opportunità di sviluppo, l'impresa deve procedere a diversificare la produzione, a rinnovarsi o a ristrutturarsi. In questa fase il contributo richiesto all'investitore sarà prevalentemente di carattere finanziario ma anche in termini di consulenza strategica. L'operatore di *private equity* può, inoltre, fornire il supporto tecnico necessario qualora la società decidesse di procedere alla sua quotazione nei mercati regolamentati (cosiddetto *bridge financing*)²⁶⁰.

Nella fase di cambiamento il sostegno è rivolto ad effettuare modifiche interne all'azienda che si riflettono sul suo assetto proprietario. Nelle società più mature che vantano un *business* consolidato gli interventi di *private equity*, infatti, consistono prevalentemente in operazioni di ristrutturazione degli assetti proprietari attraverso la sostituzione di alcuni dei soci fondatori (*replacement*)²⁶¹ o in operazioni che comportano la sostituzione dell'intera compagine

²⁶⁰ Cfr. GERVASONI A.– SATTIN F.L., *Private equity*, op. cit., pag. 33-36 e MAGGI ANDREDAKIS ILIOS, *Un esempio di private equity*, op. cit., pag. 41.

²⁶¹ La necessità di sostituire una parte dell'azionariato può presentarsi, ad esempio, quando uno o più soci non essendo più interessati al prosieguo dell'attività dell'azienda, non sono più disposti ad investire tempo e denaro in essa e decidono di uscire dalla compagine societaria realizzando magari un guadagno.

azionaria esistente (*buy-outs*)²⁶². Il compito dell'operatore di *private equity* è quello di supportare a livello finanziario il cambiamento dell'assetto proprietario e sostenere l'acquisizione dell'attività da parte del nuovo gruppo imprenditoriale. Si tratta, in altri termini, di finanziare trasformazioni aziendali, ristrutturazioni azionarie, acquisizioni, fusioni²⁶³.

In realtà, nelle tre diverse fasi della vita dell'impresa gli interventi degli operatori specializzati possono presentare caratteristiche comuni a seconda della complessità dell'operazione da realizzare e delle finalità da perseguire attraverso tale forma di finanziamento²⁶⁴.

Le operazioni di *private equity* possono assumere forme diverse a seconda dell'importo dell'investimento, delle finalità strategiche perseguite dal finanziatore, delle esigenze dei soci promotori, dell'entità della partecipazione, dell'orizzonte temporale. Per ogni fase, in particolare, si presume che esista un soggetto finanziario (*venture capitalist*, fondi chiusi, banche, mercato azionario, operatori del *restructuring finance*) capace di assicurare i capitali necessari all'azienda nel momento giusto.

In conclusione, le caratteristiche fondamentali del *private equity* possono essere sintetizzate nel modo seguente:

- si tratta di un investimento di lungo termine e ad elevato potenziale di rendimento;
- mette a disposizione dell'azienda un capitale «paziente» che può essere impiegato per sostenere qualsiasi situazione critica del proprio ciclo di vita (fase di *start-up*, passaggi generazionali, fasi di sviluppo, ecc.);
- si rivolge ad imprese con buone potenzialità di crescita;
- è supportato da servizi di consulenza;
- comporta, per l'impresa finanziata, un costo inferiore rispetto al capitale di credito;
- si pone come obiettivo la realizzazione di un guadagno in conto capitale²⁶⁵.

²⁶² La necessità di cambiare radicalmente la proprietà dell'impresa può sorgere per motivi diversi. Nelle ipotesi di passaggio generazionale, ad esempio, ciò può essere necessario a causa della difficoltà di individuare un successore. O molto più semplicemente può succedere che l'imprenditore abbia deciso di cedere, totalmente o parzialmente, l'attività svolta, o ancora che l'avvicendamento proprietario sia indispensabile per fronteggiare crisi aziendali particolarmente profonde.

²⁶³ Cfr. GERVASONI A.– SATTIN F.L., *Private equity*, op. cit., pag. 36-39 e RAGNI A., *Private equity*, op. cit., pag. 21.

²⁶⁴ Cfr. GERVASONI A.– SATTIN F.L., *Private equity*, op. cit., pag. 29.

²⁶⁵ Cfr. DEL POZZO A., *Venture capital*, op. cit., pag. 17.

4.3 Il *private equity*: vantaggi e svantaggi

Le motivazioni che possono indurre le imprese a ricorrere al *private equity* non sono rinvenibili esclusivamente nella necessità di fronteggiare esigenze di liquidità. La situazione dei mercati economici mondiali, infatti, induce le PMI italiane ad apportare i cambiamenti necessari al fine di sopravvivere in un contesto sempre più «globalizzato».

Aprire la compagine sociale ad investitori istituzionali permette alle imprese innanzitutto di dotarsi di una struttura aziendale più articolata, in cui è più netta la separazione tra proprietà e gestione, si respingono le logiche clientelari/familiari e la comunicazione con il mercato è assicurata da documenti chiari che descrivono le effettive condizioni patrimoniali e finanziarie della società.

Il ricorso al *private equity* consente, inoltre, di migliorare l'immagine aziendale e di estendere la propria attività nei mercati esteri, sia in termini di commercializzazione dei prodotti che in termini di produzione, e di ampliare le proprie dimensioni aziendali anche attraverso opportune operazioni di acquisizione di concorrenti sia nazionali che esteri.

In ultima analisi, grazie all'intervento dell'operatore di *private equity*, l'impresa ha l'opportunità di acquisire credibilità e solidità sul mercato e, di conseguenza, ha modo di accedere al credito semplificato e agevolato. Affinché tutto ciò sia possibile l'operatore di *private equity* deve monitorare periodicamente l'impresa, la quale è tenuta a diffondere informazioni sulla base di un efficiente sistema informativo e a sottoporre il proprio bilancio a revisione²⁶⁶.

Nel complesso, quindi, il *private equity* migliora la gestione dell'azienda perché oltre ad incentivare con sistemi particolari il *management*, riesce allo stesso tempo ad allineare gli interessi di tutti coloro che operano in azienda. Il *private equity* rappresenta, pertanto, lo strumento attraverso il quale l'azienda può realizzare una vera e propria crescita dimensionale: da piccola a media e da media a grande.

Nelle imprese familiari²⁶⁷, in particolare, il ricorso ad un'operazione di *private equity* può scaturire dalla necessità di affrontare i problemi legati alla gestione dei passaggi

²⁶⁶ Cfr. RUSSO A.– DE ROSE L.– BIANCO A., *Operazioni di «private equity»*, op. cit. pag. 27-28.

²⁶⁷ Un'impresa si considera familiare quando una quota di capitale di rischio sufficiente ad assicurare il controllo della stessa è posseduta da una o poche famiglie unite da vincoli di parentela, di affinità o da solide alleanze.

generazionali. Le aziende familiari rappresentano, infatti, il principale target di riferimento per gli operatori di *private equity*²⁶⁸.

Tuttavia, anche se nel nostro Paese si sta assistendo ad una evoluzione della cultura finanziaria delle aziende, alla sensibilizzazione della struttura proprietaria verso modelli più simili a quelli dei Paesi più avanzati, alla ricerca di un rapporto più equilibrato fra capitale proprio e di terzi e alla implementazione di sistemi di *corporate governance* che assicurino un controllo appropriato sull'azienda, le imprese a conduzione familiare presentano ancora oggi una certa diffidenza nell'estendere la base societaria a terzi²⁶⁹.

Le operazioni di *private equity*, inoltre, consentono alle imprese di gestire le situazioni di crisi in modo alternativo rispetto al fallimento grazie alla disponibilità di ulteriore mezzi finanziari e l'introduzione di una più professionale modalità di gestione.

Tuttavia, si osserva che il *private equity* determina anche dei rischi. Far entrare nella compagine sociale un soggetto estraneo al quale assicurare un'informazione tempestiva e costante e che, inoltre, riesce ad esercitare in misura differente la propria influenza sulle decisioni aziendali comporta, infatti, il sorgere di preoccupazioni in termini di perdita di controllo.

Esiste, inoltre, il rischio che nella gestione possa prevalere un'ottica di breve periodo che rischierebbe di indebolire l'azienda nel lungo termine compromettendo le possibilità di sopravvivenza della stessa. Ciò può essere conseguente all'atteggiamento assunto dall'operatore di *private equity* il quale, pur scorrendo nell'impresa una buona opportunità di investimento, imposta la propria condotta pensando al momento in cui uscirà dallo stesso. Così facendo la coerenza tra le intenzioni dell'operatore di *private equity* e quelle dell'impresa, che esisteva nel momento iniziale dell'investimento, può venir meno man mano che si avvicina il momento dell'uscita dallo stesso²⁷⁰. Può succedere, inoltre, che per rendere possibile l'uscita dell'operatore di *private equity*, l'impresa sia paradossalmente costretta ad indebitarsi.

Si ritiene, tuttavia, che la scarsa diffusione del *private equity* nel nostro Paese sia da attribuire alla carente conoscenza del fenomeno da parte di imprese e imprenditori²⁷¹.

²⁶⁸ In base ai più recenti dati diffusi dal *Private Equity Monitor* (PEM) le aziende familiari rappresentano l'85% delle operazioni in capitale per lo sviluppo.

²⁶⁹ PILCHARD D., *Il proprietary deal flow*, in CARLOTTI M. (a cura di), *Tecniche di private equity*, Egea, Milano, 2006, pag. 25-29.

²⁷⁰ Cfr. MORO VISCONTI R., *Investimenti in private equity e venture capital: problemi di governance e conflitti tra stakeholders*, in *Banche e banchieri*, n. 1, 2008, pag. 7.

²⁷¹ Cfr. Cfr. RICCIARDI A., *Le soluzioni alle criticità finanziarie delle piccole imprese*, op. cit., pag. 67.

4.4 *Private equity* e riforma societaria

Le disposizioni del diritto societario regolano l'investimento in *private equity* in tutte le fasi in cui esso si articola. In particolare, la normativa societaria disciplina, al fine di favorire la stabilità della compagine azionaria, di ridurre i costi di agenzia e le asimmetrie informative, il rapporto tra investitore e società finanziata, nonché lo smobilizzo della partecipazione.

Assumono, pertanto, rilevanza le disposizioni del diritto societario che si riferiscono alla *governance* interna, al fine di garantire la stabilità societaria, e quelle relative alla *governance* esterna che invece definiscono la capacità degli azionisti di controllare l'attività sociale e di intervenire su di essa. Di fatto, le imprese in cui il sistema di *governance* riduce i benefici privati del controllo e minimizza i costi di agenzia sono preferite dagli investitori. I costi d'agenzia, i quali riguardano la relazione tra impresa e finanziatore e incidono sul costo del capitale, possono rappresentare, soprattutto nelle PMI, un considerevole vincolo di carattere finanziario se, a causa di un deficit della gestione aziendale in termini di trasparenza e certezza, non si indirizza un'adeguata informazione a favore dei finanziatori²⁷². L'importanza di un «buon governo» dell'impresa è, inoltre, messa in risalto dalla capacità dell'investitore di condizionare l'esito e la redditività del progetto stesso, tramite l'attività di monitoraggio da lui esercitata²⁷³. La riforma societaria, al fine di rendere più flessibili i rapporti introduce, ampliando l'autonomia statutaria delle società di capitali, regole di *corporate governance* e strumenti contrattuali precedentemente sconosciuti al nostro ordinamento.

Nel contesto italiano, in cui sono particolarmente diffuse le imprese familiari, l'esigenza di definire regole che attribuiscono in modo chiaro e stabile competenze e funzioni è particolarmente avvertita ed, inoltre, l'elemento essenziale per attrarre gli investitori istituzionali diventa la qualità della *corporate governance*. A tal proposito, l'ampliamento dell'autonomia statutaria introdotta dalla riforma societaria del 2003 consente alla società di selezionare quelle regole che le consentono di rendere la struttura di *governance* articolata e stabile, garantendo adeguati poteri e tutele ai diversi soggetti coinvolti dalle vicende della società²⁷⁴.

²⁷² Cfr. SCIANDRA L., *Finanza per la crescita: opportunità e criticità delle recenti riforme*, in Rapporto ISAE, *Priorità nazionali. Ambiente normativo, imprese, competitività*, Collana "I temi dei Rapporti dell'ISAE", giugno 2007, pag. 82-83.

²⁷³ L'investitore, infatti, potrebbe non svolgere in modo efficiente la sua attività di monitoraggio, rubando, ad esempio, l'idea dell'imprenditore e destinando ad altre attività i propri fondi, configurando quello che è definito rischio di un doppio azzardo morale (*double moral hazard risk*).

²⁷⁴ Cfr. SCIANDRA L., *Finanza per la crescita*, op. cit., pag. 86-87.

I mezzi per realizzare il *private equity* devono consentire, inoltre, all'investitore di impossessarsi di una quota di capitale della società finanziata. L'ingresso nel capitale di rischio delle imprese si può realizzare, ad esempio, attraverso l'acquisto delle azioni di un socio che intende dismettere il proprio investimento, oppure si può deliberare un aumento del capitale attraverso la sottoscrizione delle nuove azioni da parte di un soggetto esterno alla società.

La riforma del diritto societario, come già descritto nel secondo capitolo del presente lavoro, al fine di agevolare lo sviluppo e il riassetto delle imprese, oltre ad ampliare la libertà delle società di capitali nel definire il contenuto degli strumenti di finanziamento di capitale di rischio e di capitale di debito estendendo l'autonomia statutaria, ha ampliato gli strumenti di raccolta del capitale. In altri termini, considerando che il principale ostacolo alla crescita delle PMI italiane è la mancanza di strumenti finanziari intermedi tra il credito bancario e la Borsa, la riforma in oggetto ha introdotto delle circostanze che migliorano o creano nuovi strumenti al servizio del *private equity*.

Tra le novità introdotte a tale proposito si menzionano:

– il nuovo regime delle obbligazioni, in base al quale la società può emettere obbligazioni per un valore non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. Per cui una società che ricorre al *private equity* per soddisfare un'esigenza di investimento può ottenere un immediato finanziamento deliberando l'emissione di obbligazioni pari al limite massimo consentito dalla legge e cioè pari al doppio del capitale sociale. La società, inoltre, per rendere allettante l'operazione, può emettere obbligazioni convertibili deliberando il contestuale aumento del capitale sociale e d'accordo con l'investitore, definire un piano di conversione che nel tempo può garantire a quest'ultimo il controllo della società²⁷⁵;

– la possibilità di costituire patrimoni destinati ad uno specifico affare, cioè la possibilità di creare un patrimonio separato da quello sociale (per un valore non superiore al 10% del patrimonio netto della società) e per il quale sia prevista l'emissione di titoli attraverso cui realizzare l'operazione di *private equity*. In tale contesto è possibile valutare le prospettive reddituali e i flussi di cassa attesi con riferimento alla specifica iniziativa finanziata, la quale non risente del rischio legato alla restante attività imprenditoriale (c.d. impermeabilità del patrimonio separato). L'affinità tra le esigenze dell'investitore e quelle della società che necessita del finanziamento rende l'istituto dei patrimoni destinati impiegabile nell'ambito del

²⁷⁵ Cfr. BEI G., *Nuovo diritto societario e «private equity»: spunti di riflessione alla luce della riforma*, in *Le società*, n. 9, 2004, pag. 1073.

private equity anche se nella fattispecie in esame l'investitore di *private equity* non riesce a garantirsi il controllo della società cui apporta il proprio contributo²⁷⁶;

– la possibilità di emettere azioni dotate di diritti differenziati, sia di tipo patrimoniale che amministrativo che consentono di acquisire una quota di capitale della società diversificando il livello di rischio che l'investitore intende assumersi. In altri termini, l'operatore di *private equity* potrà modulare, in base alle proprie esigenze, l'ingresso nel capitale della società finanziata²⁷⁷.

Tra le novità introdotte dalla riforma del diritto societario al fine di agevolare il ricorso al mercato dei capitali, tuttavia, particolare attenzione meritano ancora una volta gli strumenti finanziari partecipativi, in quanto dimostrano una certa idoneità ad essere impiegati nelle operazioni di *private equity*²⁷⁸.

Si ricorda, a tale proposito, che questa forma di finanziamento può essere emessa a seguito di qualsiasi tipo di apporto, anche in denaro. Ebbene, se gli strumenti finanziari sono emessi a seguito di un apporto in denaro, la loro funzione è esclusivamente quella di allargare i canali di finanziamento dell'impresa. In altri termini, la società attraverso l'emissione di strumenti finanziari partecipativi può ottenere denaro senza emettere né azioni né obbligazioni e, pertanto, senza modificare gli equilibri di governo interni alla società²⁷⁹.

Alla luce di queste considerazioni gli strumenti finanziari partecipativi sono considerati particolarmente idonei ad essere impiegati nelle operazioni di *private equity*. Essi, infatti, attribuiscono quei poteri di influenza sulle società che un investimento di *private equity*, in genere, richiede. I finanziatori che sottoscrivono gli strumenti finanziari in oggetto anche se non assumono la qualifica di azionisti, in effetti non possono essere considerati come semplici creditori sociali dato che possiedono la facoltà di influenzare la vita dell'azienda attraverso l'esercizio dei diritti amministrativi assegnati dallo statuto. La regolamentazione concreta degli strumenti finanziari partecipativi e, di conseguenza, la definizione dei contenuti dei diritti patrimoniali e amministrativi da riconoscere ai sottoscrittori è, si ricorda, demandata all'autonomia statutaria data la limitata disciplina degli stessi contenuta nel Codice Civile.

La società per azioni, pertanto, attraverso gli strumenti finanziari partecipativi ottiene elementi utili per lo svolgimento dell'attività aziendale senza alterare, si ripete, la composizione della compagine societaria; tuttavia, i suoi processi decisionali possono essere influenzati dai finanziatori a seconda di come gli strumenti finanziari partecipativi sono

²⁷⁶ Cfr. *ivi* pag. 1074.

²⁷⁷ Cfr. *ivi* pag. 1075.

²⁷⁸ Cfr. PAU F., *Private equity*, op. cit., pag. 24.

²⁷⁹ Cfr. NEGRI-CLEMENTI A., *Private equity, investitori in campo*, in *Il Sole 24 Ore*, 14 aprile 2008, pag. 32.

disciplinati nello statuto. L'elasticità di questi strumenti può, pertanto, introdurre nella nuova struttura finanziaria della società per azioni un elemento di concorrenzialità, qualora la stessa sia compresa e valorizzata in modo adeguato²⁸⁰.

Lo statuto, in particolare, può anche attribuire ai titolari di strumenti finanziari partecipativi diritti che normalmente non sono riconosciuti neanche all'azionista ordinario come, ad esempio, il diritto di richiedere relazioni all'organo amministrativo in materia di gestione oppure quello di essere consultati in sede di redazione del bilancio, diritti particolarmente significativi per un soggetto che, in veste di operatore di *private equity*, svolge un'attività di monitoraggio.

Si ricorda ancora che, nonostante il divieto normativo circa l'esercizio del diritto di voto in assemblea, agli investitori in strumenti finanziari partecipativi può essere riconosciuto il diritto di voto su argomenti specificatamente indicati da esercitare nell'assemblea separata dei titolari degli strumenti finanziari partecipativi. Statutariamente, pertanto, si può stabilire che, con riferimento ad alcune operazioni sociali, sia necessario il consenso del titolare dello strumento finanziario o dell'assemblea dei sottoscrittori di tali strumenti e, in ultima analisi, dell'investitore di *private equity* titolare di detti strumenti. Ciò significa che il consenso dei sottoscrittori degli strumenti finanziari partecipativi subordina, pertanto, la delibera assembleare su argomenti relativi ad operazioni straordinarie, alla modifica dell'oggetto sociale, al trasferimento dell'azienda, e così via²⁸¹.

Ai titolari degli strumenti in esame è riconosciuto, inoltre, il diritto di nominare uno o più amministratori che svolgano funzioni di informazione e di sorveglianza sulla gestione dell'impresa al fine di assicurare che gli interessi dei titolari di strumenti partecipativi siano tenuti nella dovuta considerazione. In virtù di una clausola statutaria si riconosce, pertanto, una rappresentanza nel Consiglio di Amministrazione o nell'organo di controllo ai titolari di strumenti finanziari partecipativi e questo rappresenta un ulteriore elemento importante a favore delle operazioni di *private equity*.

Lo statuto può, inoltre, prevedere il diritto di conversione degli strumenti finanziari in azioni ordinarie da esercitarsi automaticamente o al verificarsi di determinate circostanze, come ad esempio il collocamento della società in Borsa. L'investitore, in questo modo, può utilizzare lo strumento finanziario partecipativo per valutare la convenienza a divenire azionista della società realizzando, pertanto, un ingresso graduale nella compagine societaria della stessa. Inoltre, allo scadere di un determinato periodo o comunque al verificarsi di certe

²⁸⁰ Cfr. Cfr. SCIANDRA L., *Finanza per la crescita*, op. cit., pag. 89-92.

²⁸¹ Cfr. NEGRI-CLEMENTI A., *Private equity*, op. cit., pag. 32.

circostanze, gli strumenti partecipativi possono essere dotati di un'opzione di vendita che garantisca all'investitore di *private equity* un adeguato rendimento o, meglio, una *way-out* efficiente²⁸².

Lo sviluppo del *private equity* nel nostro Paese è ostacolato però dalla scarsa propensione degli imprenditori italiani di permettere ad investitori esterni di entrare a far parte della compagine sociale e di interferire nella gestione aziendale. Nelle operazioni di *private equity* il contributo offerto dagli strumenti finanziari partecipativi è rivolto, tuttavia, ad una partecipazione agli utili ma non al capitale. Considerando che l'obiettivo del *private equity* non è quello di comprare le aziende o di realizzare scalate per impadronirsi delle stesse, ma piuttosto quello di sostenerne lo sviluppo, si riconosce che i diritti attribuiti ai sottoscrittori degli strumenti finanziari in oggetto e cioè la possibilità di partecipare ad alcune delibere e di essere rappresentati nel Consiglio di Amministrazione, costituiscono effettivamente i poteri che un investitore di *private equity* desidera.

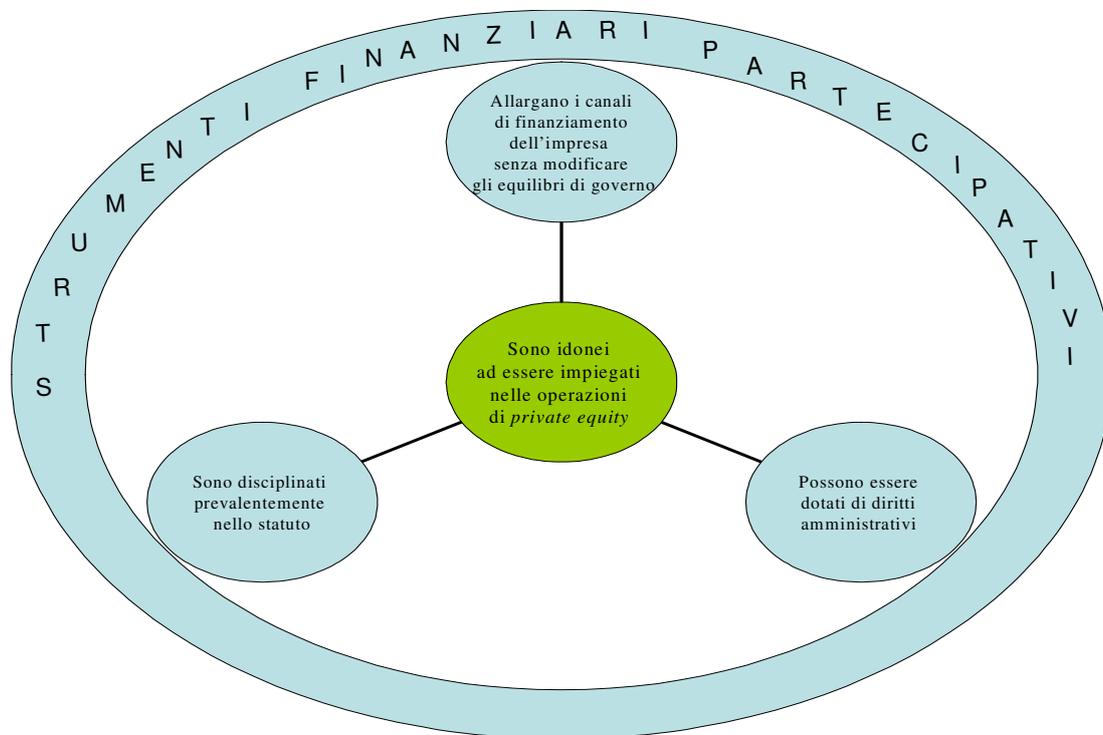
Gli strumenti finanziari partecipativi, pertanto, anche se attualmente poco diffusi, rappresentano un valido strumento di mediazione tra le esigenze delle aziende e quelle degli operatori di *private equity*. Essi, infatti, da un lato si rivelano particolarmente «simpatici» alle aziende, le quali hanno la possibilità di disporre di adeguate risorse finanziarie senza modificare l'assetto societario e dall'altro, consentono agli operatori di *private equity* di partecipare alla gestione e ai risultati economici dell'azienda. Gli strumenti in questione quindi, se adeguatamente valorizzati, permettono di superare i vincoli di natura finanziaria che compromettono la crescita della piccola e media impresa italiana²⁸³.

Nella successiva figura 4.3 si riassumono le caratteristiche che qualificano gli strumenti finanziari partecipativi come strumenti idonei per la realizzazione di un'operazione di *private equity*.

²⁸² Cfr. PAU F., *Private equity*, op. cit., pag. 24.

²⁸³ Cfr. RICCIARDI A., *Le soluzioni alle criticità finanziarie delle piccole imprese*, op. cit., pag. 70.

Figura 4.3 – Strumenti finanziari partecipativi e private equity



Fonte: Nostra elaborazione

4.5 Private equity e corporate governance

Gli strumenti finanziari introdotti a seguito della riforma del 2003 non creano da soli condizioni tali da rendere allettante un'operazione di *private equity*. Affinché si realizzi ciò è necessario definire regole che consentano all'investitore di acquisire parte del controllo societario. Pertanto, a seguito di un'operazione di *private equity*, al fine di instaurare tra l'imprenditore e l'investitore un'efficace collaborazione, nello statuto della società è necessario introdurre un adeguato sistema di regole di *corporate governance*. Tali regole devono disciplinare principalmente:

- la stabilità della compagine sociale;
- l'incentivo dell'imprenditore e del *management*;
- il governo dell'impresa;
- l'informativa societaria;
- il disinvestimento da parte dell'operatore di *private equity*.

L'operatore di *private equity*, prima di decidere di investire nella società, decide di investire nelle capacità gestionali dell'imprenditore, dell'organo amministrativo e del

management della società stessa. L'imprenditore e il *management* svolgono, pertanto, ai fini del successo dell'operazione di *private equity* un ruolo fondamentale rendendo necessaria l'adozione di meccanismi che assicurino la stabilità degli assetti societari e coinvolgano in modo continuo e costante i soggetti in questione. Con riferimento alle operazioni di *private equity* tra i meccanismi più diffusi nella prassi che assicurano un adeguato coinvolgimento e impegno del team imprenditore-*management* si segnalano gli accordi di *lock-up*, in forza dei quali l'imprenditore e/o il *management* si impegnano a non cedere, per un certo periodo di tempo, la propria partecipazione societaria, e gli accordi di *earn lock*, secondo i quali la determinazione del prezzo di cessione della partecipazione azionaria è subordinata al raggiungimento di determinati obiettivi in modo da far sì che l'imprenditore, anche dopo la cessione dell'azienda, continui ad influenzare in modo significativo la gestione della società ceduta. Molto spesso sono, inoltre, utilizzati meccanismi di retribuzione che incentivano l'imprenditore ed eventualmente il *management* fino al momento in cui il socio investitore dismette la propria partecipazione (piani di *stock option*) o ancora sistemi che prevedono la definizione di una parte della retribuzione del socio che gestisce il *business* in funzione del raggiungimento di determinati obiettivi di carattere operativo e gestionale (*management by objectives*)²⁸⁴. In alcuni casi, infine, si ricorre al meccanismo definito *ratched*, il quale prevede che al momento della dismissione della partecipazione da parte del socio finanziatore, se si sono raggiunti determinati livelli di incremento del valore della società rispetto al momento dell'acquisto della partecipazione stessa, sia possibile ridefinire in maniera virtuale, sulla base di un prezzo predeterminato, le proporzioni di partecipazione alla società del socio che si occupa della gestione e quelle del socio investitore. Si noti, tra l'altro, che la riallocazione delle quote di partecipazione tra il socio investitore e il socio imprenditore si può realizzare attraverso l'emissione di strumenti finanziari partecipativi purché nello statuto si definisca la legge di circolazione di detti strumenti²⁸⁵.

Al fine di assicurare la stabilità della compagine sociale si dovrebbero, inoltre, prevedere, nello statuto o nei patti parasociali, una serie di pattuizioni relative ai trasferimenti di azioni della società, come ad esempio la clausola di prelazione che, nelle ipotesi di vendita della partecipazione di un socio, attribuisce agli altri soci il diritto di acquistare la stessa in via preferenziale²⁸⁶.

²⁸⁴ Cfr. AIFI, *La corporate governance*, in CARLOTTI M. (a cura di), *Tecniche di private equity*, Egea, Milano, 2006, pag. 335-338.

²⁸⁵ Cfr. AIFI, *La corporate governance*, op. cit., pag. 339.

²⁸⁶ Per approfondimenti si veda AIFI, *La corporate governance*, op. cit., pag. 340 e ss. e MORO VISCONTI R., *Investimenti in private equity*, op. cit., pag. 13 e ss..

L'operatore di *private equity* stimola, quindi, l'impresa a dialogare con il mercato cercando di assicurare una gestione trasparente attraverso la definizione di regole di *governance* chiare e ridefinendo la composizione degli organi societari. L'imprenditore, da parte sua, deve comprendere che l'impresa è qualcosa di diverso da sé stesso e che deve decidere dopo essersi confrontato con gli amministratori²⁸⁷.

In linea di massima, i presupposti per realizzare un'operazione di *private equity* sono rinvenibili nella condivisione di obiettivi ed esperienze da parte dell'imprenditore e dell'investitore, nel riconoscere la dovuta importanza alla trasparenza di informazione e ad una determinata tipologia di struttura societaria rispetto ad un'altra. È sulla base di tali importanti elementi che si devono definire le norme che regolano il governo societario. In tal senso, è necessario che si definiscano opportune regole attraverso le quali sia possibile individuare in maniera puntuale la rappresentanza del socio finanziatore negli organi societari, nonché il funzionamento di tali organi. Solitamente, il socio investitore è rappresentato, in misura proporzionale o più che proporzionale rispetto all'entità della sua partecipazione, all'interno dell'organo amministrativo della società, che assume, rispetto ai casi in cui l'unico socio è l'imprenditore, un ruolo più importante nel governo dell'impresa.

È sempre nell'ambito della definizione delle regole del buon governo che si garantisce al socio finanziatore, tramite la previsione di adeguati *quorum* deliberativi, il diritto di veto su determinate questioni significative per la società.

Al socio investitore, inoltre, si può attribuire il diritto di accedere con regolarità alle informazioni societarie al fine di comprendere al meglio la struttura e le attività societarie, le politiche, le strategie e le performance economico-finanziarie dell'impresa. La disponibilità di informazioni chiare ed esaustive permettono, infatti, di evitare che sorgano conflitti tra l'imprenditore e il socio finanziatore.

Considerando che l'investimento dell'operatore di *private equity* è prettamente temporaneo, nel patto parasociale si dovrebbe, infine, disciplinare il *way out* del soggetto finanziatore. In conformità alla *best practice* diffusa nel mercato del *private equity* nazionale e internazionale le modalità maggiormente impiegate prevedono che l'uscita del socio investitore possa avvenire tramite:

- la quotazione, ovvero sia il socio uscente richiede che, entro un determinato periodo di tempo, la società intraprenda una procedura di quotazione delle proprie azioni in un mercato regolamentato nell'ambito della quale cederà la sua partecipazione;

²⁸⁷ Cfr. AIFI, *La corporate governance*, op. cit., pag. 362-364.

- trattativa privata (*trade sale*), in questo caso la partecipazione del socio finanziatore viene ceduta a nuovi soci o tramite fusione con un'altra società;
- diritto di prima offerta, in questo caso se il socio investitore decide di cedere la propria quota, può chiedere al socio operativo di formulare un'offerta di acquisto entro un certo periodo di tempo. Se tale offerta non viene formulata o non è accettata dal socio investitore si procede alla vendita della società a terzi²⁸⁸.

4.6 Il *private equity* in Italia

I principi e le tecniche di *private equity*, sviluppatesi inizialmente negli Stati Uniti, si sono diffusi nel nostro Paese a partire dalla seconda metà degli anni Ottanta grazie ai primi studi a carattere economico-aziendale che in questi anni sono stati pubblicati. Tuttavia, convenzionalmente, si è soliti ricondurre la nascita del settore del capitale di rischio in Italia al 1986, anno in cui, ad opera di alcune finanziarie private e di emanazione bancaria, si costituì l'Associazione degli Investitori Istituzionali nel Capitale di Rischio (AIFI)²⁸⁹ al fine di rappresentare gli interessi di tali operatori. A partire dalla seconda metà degli anni Ottanta, infatti, tale Associazione si è occupata in via quasi esclusiva della divulgazione del *private equity* in Italia²⁹⁰.

Successivamente, il settore in questione ha subito continui cambiamenti ad opera di interventi anche sul fronte normativo, che hanno modificato non solo il profilo degli operatori ma anche le possibilità di intervento degli stessi. Bisogna ricordare a tal proposito che, fino al 1986, l'attività di investimento nel capitale di rischio non era consentita alle aziende di credito, le quali furono abilitate ad esercitare tale attività, seppur rispettando determinati vincoli, solo a seguito della delibera del Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio (CICR) e dell'emanazione della normativa da parte della Banca d'Italia. Fondamentale poi per lo sviluppo del settore è risultata l'istituzione nel 1993 dei fondi chiusi di diritto italiano che, attualmente, rappresentano il principale strumento per lo svolgimento dell'attività in questione²⁹¹. In altri termini, così come è avvenuto a livello internazionale, il

²⁸⁸ Cfr. *ivi* pag. 347-349.

²⁸⁹ All'epoca AIFI era l'acronimo di Associazione Italiana delle Finanziarie di Investimento, oggi indica l'*Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital*. Per ulteriori informazioni si consulti il sito www.aifi.it.

²⁹⁰ Cfr. DEL POZZO A., *Venture capital*, op. cit., pag. 14.

²⁹¹ In sintesi, dal punto di vista normativo si è assistito, ad opera della delibera del CICR del 1987, all'abilitazione delle aziende di credito e degli istituti centrali di categoria ad operare nel capitale di rischio di

mercato italiano del *private equity* si è evoluto e anche nel nostro Paese si rileva la presenza di un numero sempre maggiore di operatori diversificati per forma giuridica, ambito di intervento e caratteristiche operative.

In realtà, l'evoluzione del settore del *private equity* nel nostro Paese, se confrontato con quanto si è verificato a livello internazionale, ha seguito un percorso del tutto singolare.

Inizialmente, a causa della diffidenza della normativa italiana verso tale attività di investimento, nel mercato italiano del *private equity* è stato determinante il ruolo degli operatori privati che hanno investito i propri capitali nelle piccole e medie imprese adottando la formula organizzativa delle finanziaria di partecipazione.

Successivamente, una volta ottenuta l'autorizzazione ad operare pure nel contesto delle imprese non quotate, anche il sistema bancario ha incominciato ad intervenire, in un primo momento attraverso società specializzate e in seguito direttamente, tramite divisioni interne alle banche stesse.

A partire dalla prima metà degli anni Novanta, infine, anche nel settore italiano operano i fondi chiusi nazionali e internazionali, in linea con quanto è avvenuto nei sistemi più evoluti. I fondi chiusi si qualificano, infatti, come lo «strumento principale per lo svolgimento dell'attività di investimento nel capitale di rischio»²⁹² e a livello internazionale, la partecipazione di soggetti tipo fondi pensione e compagnie assicurative che destinano in modo stabile parte dei loro patrimoni in fondi di *private equity*, è particolarmente elevata. Lo sviluppo dei fondi chiusi nel nostro Paese, tuttavia, è ancora in ritardo.

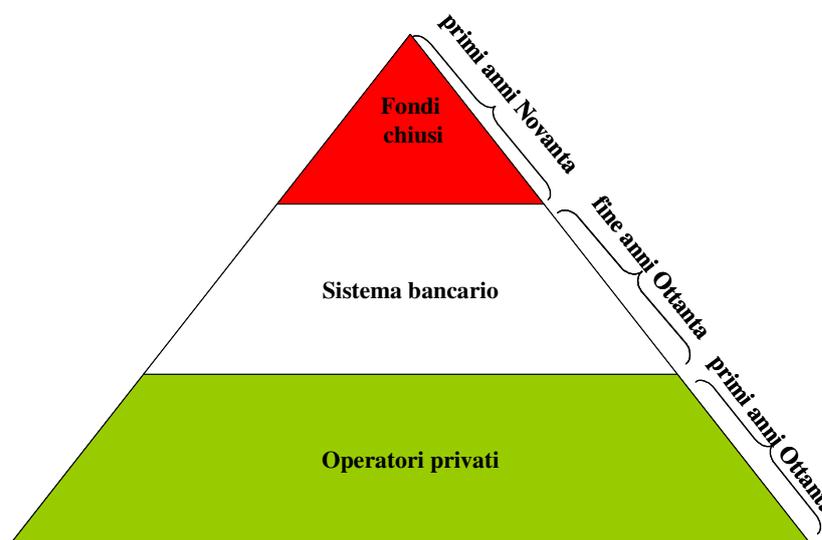
Nella figura 4.4 si è schematizzata l'evoluzione degli operatori di *private equity* presenti sul mercato italiano.

Lo sviluppo del *private equity* è stato particolarmente significativo a partire dagli anni Novanta, soprattutto a seguito della diffusione delle nuove tecnologie che attraendo risorse finanziarie ha favorito la nascita di nuovi operatori. Un sostenuto processo di crescita è tuttora in atto e nel 2008, nel nostro Paese, gli operatori attivi nel settore del *private equity* sono pari a 157, contro i 140 operatori nel 2007 e i 132 operatori nel 2006, registrando un incremento in misura del 12% rispetto al 2007 e in misura del 19% rispetto al 2006.

imprese industriali non quotate; nel 1993, all'emanazione del nuovo Testo Unico in materia bancaria e creditizia; ad opera della L. 344/93, all'istituzione dei fondi di investimento mobiliare chiusi; nel 1998, all'emanazione del Testo Unico della Finanza.

²⁹² Si veda GERVASONI A.– SATTIN F.L., *Private equity*, op. cit., pag. 24.

Figura 4.4 – L'evoluzione degli operatori di private equity in Italia



Fonte: Nostra elaborazione

Attualmente, le principali categorie di investitori professionali attivi nelle operazioni di investimento nel capitale di rischio delle imprese sono rinvenibili in:

- fondi chiusi italiani amministrati da società di gestione del risparmio (SGR) e altri fondi locali dedicati all'attività di investimento in Italia, che nel 2008 coprono complessivamente il 51% del mercato (rispettivamente il 29% con 46 operatori per le SGR e il 22% con 35 operatori per gli altri fondi locali). Nel 2007 e nel 2006, invece, le SGR rappresentavano il 31% del mercato mentre i fondi locali ne coprivano il 18%²⁹³;
- fondi specializzati nel segmento dell'*early stage*, che nel 2008 registrano 12 operatori coprendo l'8% del mercato, contro il 7% nel 2007 e l'8% nel 2006;
- fondi pan-europei o globali, ossia fondi gestiti da operatori internazionali, i quali nel 2008, rappresentano il 23% dell'intero mercato con 36 operatori, mentre nel 2007 coprono il 25% dello stesso contro il 21% del 2006;
- banche italiane e loro sussidiarie, che nel 2008 con 12 operatori detengono l'8% del mercato confermando l'andamento del 2007. Rispetto al 2006 si rileva, invece, una tendenza negativa considerando che la presenza delle banche nel mercato del *private equity* nell'anno in questione era pari al 10%²⁹⁴;

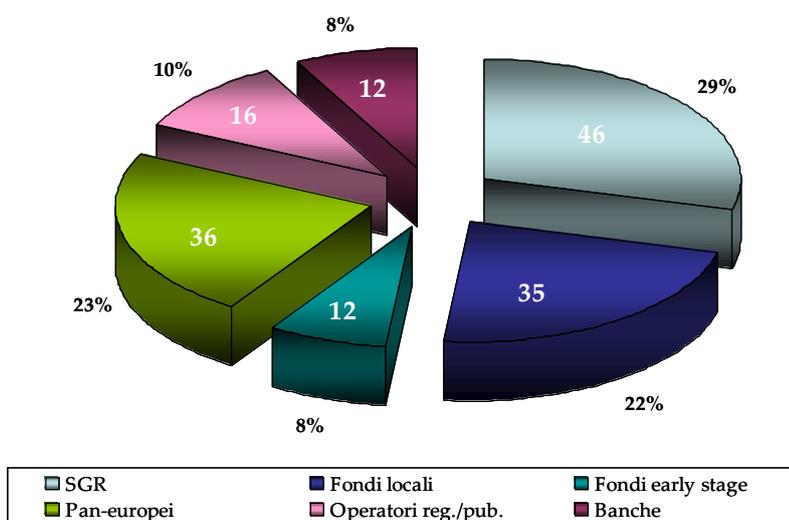
²⁹³ Si osservi che le SGR, nel primo anno successivo alla loro istituzione, costituivano appena l'1% del mercato. Tale dato, se raffrontato con la tendenza degli ultimi tre anni, denota come esse abbiano progressivamente consolidato la loro presenza nel mercato del *private equity*.

²⁹⁴ In realtà, le banche fino alla fine degli anni Ottanta erano particolarmente presenti sul mercato del *private equity* registrando un numero di operatori pari al 50%. Il numero degli operatori delle divisioni bancarie ha iniziato poi a diminuire soprattutto a seguito della istituzione dei fondi chiusi.

- investitori pubblici e regionali, nel 2008 detentori del 10% del mercato con 16 operatori a fronte dell'11% registrato nel 2007 e il 12% del 2006.

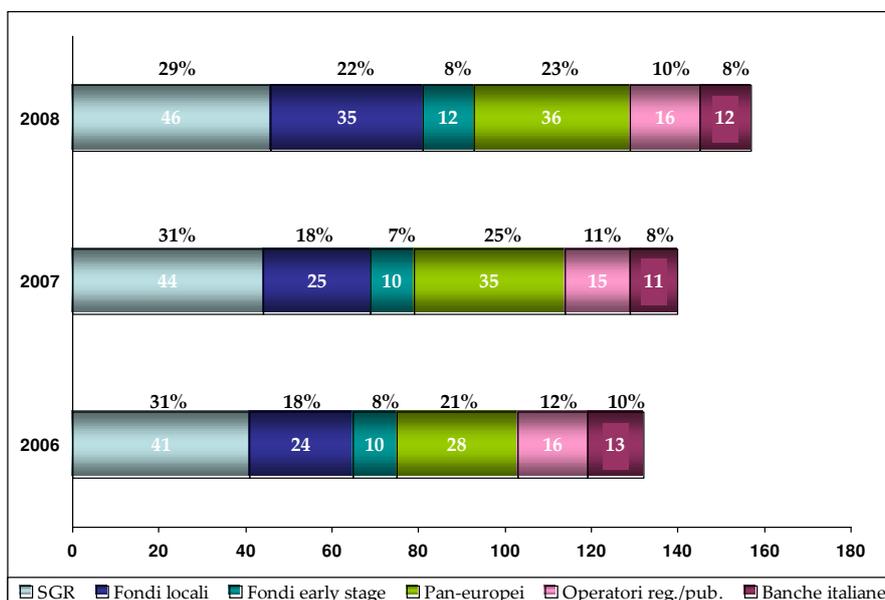
La distribuzione dell'attività di *private equity* in Italia nel 2008 fra gli operatori attivi classificati per tipologia è rappresentata nella figura 4.5, mentre nella figura 4.6 si schematizza l'evoluzione, registrata in Italia negli ultimi tre anni, di tali operatori.

Figura 4.5 – Distribuzione per tipologia degli operatori di private equity in Italia nel 2008



Fonte: Adattata da AIFI

Figura 4.6 – L'evoluzione degli operatori di private equity per tipologia in Italia



Fonte: Nostra elaborazione da dati AIFI

Come si nota dalla figura 4.6 la crescita più sostenuta nel numero di operazioni effettuate si registra nei fondi pan-europei, i quali col trascorrere del tempo hanno conquistato nel nostro Paese una quota sempre più significativa del mercato del *private equity*, attestando l'attrattiva del nostro mercato per gli investitori europei e nord americani, ma allo stesso tempo, la scarsa propensione degli investitori nazionali a svolgere un ruolo attivo nel settore in questione.

Negli ultimi anni, il settore del *private equity* nel nostro Paese si è evoluto non solo in termini di qualità degli operatori attivi, ma anche in termini di volumi di operazioni effettuate colmando, in modo moderato, il divario che da sempre lo separava dagli altri Paesi più evoluti.

A differenza del passato, quando in Italia non si riusciva a comprendere l'importanza strategica di tale attività, lo sviluppo notevole registrato di recente dimostra come il *private equity* sia apprezzato in virtù della sua attitudine a favorire lo sviluppo dell'azienda e del contesto in cui la stessa opera.

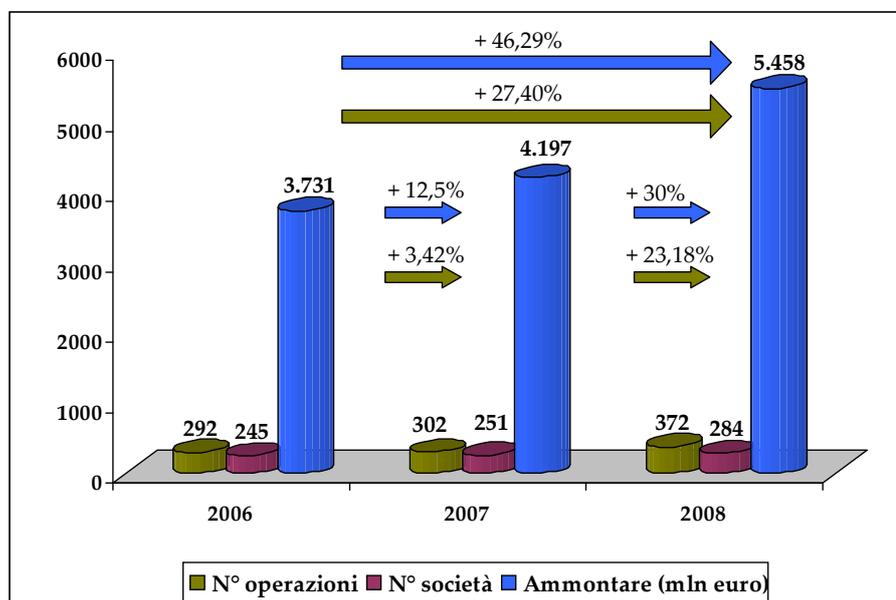
Con riferimento al 2008 il valore al costo del portafoglio degli operatori di *private equity* ammonta a 16,78 miliardi di euro investiti in 1.182 società, l'ammontare investito è pari a 5,46 miliardi di euro, le operazioni realizzate sono 372 e le imprese coinvolte 284.

Nella seguente figura 4.7 si evidenzia il processo di crescita del mercato italiano del *private equity* registrato nell'ultimo triennio, in termini sia di numero di operazioni che di ammontare investito.

Confrontando i dati del 2008 con quelli relativi ai due anni precedenti, si attesta che nel triennio 2006-2008 le operazioni realizzate sono aumentate in misura del 27,4% mentre l'ammontare investito ha registrato un incremento pari al 46,29%. Si osservi che l'incremento più significativo, sia con riferimento al numero di operazioni effettuate che all'ammontare investito, si è registrato nell'ultimo anno del triennio in esame²⁹⁵.

²⁹⁵ Tuttavia, il numero di operazioni effettuate mediamente nell'anno nel nostro Paese rimane ancora relativamente modesto se confrontato con quanto avviene in altri Paesi, come Francia e Germania in cui mediamente in un anno si effettuano circa duemila operazioni.

Figura 4.7 – L'evoluzione del mercato del private equity in Italia



Fonte: Adattata da AIFI

L'analisi del predetto grafico conferma, infine, che negli ultimi anni i capitali disponibili per operazioni di *private equity* sono aumentati in maniera quasi esponenziale. In realtà, in Italia il potenziale del *private equity* è elevato soprattutto per soddisfare la necessità di accelerare lo sviluppo internazionale delle imprese familiari, risolvendo in primo luogo, come già detto, i problemi legati al ricambio generazionale.

Tale considerazione trova riscontro nell'analisi della distribuzione del capitale investito nel *private equity* fra le diverse tipologie di operazioni svolte dagli addetti del settore. Nell'ultimo triennio, come emerge dalla successiva figura 4.8, la maggior parte del capitale è investito in operazioni di acquisizione di quote (*buy out*), immediatamente seguite da operazioni riferibili a progetti di sviluppo dell'impresa (*expansion*). Le caratteristiche strutturali e il ciclo di vita delle PMI italiane, infatti, comportano un ricorso elevato alle operazioni di *buy out*, le quali, si ricorda, sono rivolte alla sostituzione della compagine azionaria²⁹⁶.

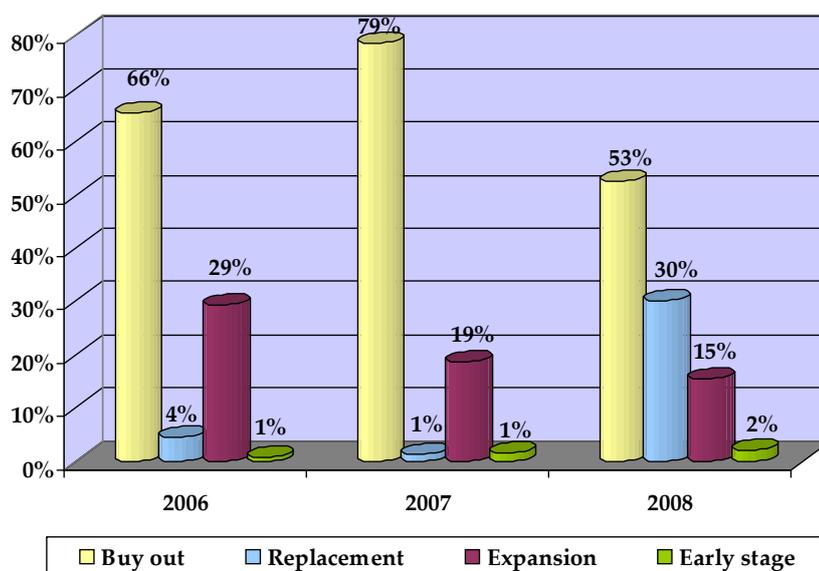
Dal confronto dei dati riferiti al triennio in esame si riscontra, inoltre, che le operazioni che hanno per oggetto la sostituzione di soci (*replacement*) hanno registrato un incremento considerevole. Decisamente poco significativo risulta, infine, il capitale investito in nuove imprese (*early stage*). Rispetto agli altri mercati europei, infatti, tale segmento risulta ancora

²⁹⁶ Si osserva che la forte incidenza delle operazioni di *buy out* non rappresenta una peculiarità del nostro Paese essendo riscontrabile anche in altri Paesi, i quali presentano caratteristiche di mercato simili alle nostre, come Germania e Francia.

poco sviluppato a causa della tendenza ad indirizzare i capitali verso imprese mature o in fase di crescita.

In Italia, inoltre, le imprese di piccole e medie dimensioni rappresentano il principale target degli operatori del settore. Ciò è confermato, come evidenziato nelle figure 4.9 e 4.10, sia se si considera il numero di dipendenti sia con riferimento al fatturato. Con riferimento al 2008, si osserva che le imprese con meno di 250 dipendenti e con fatturato non superiore a 50 milioni di euro hanno ricevuto rispettivamente il 71% e il 67% degli investimenti effettuati nello stesso anno. Tale andamento è tra l'altro confermato nei due anni precedenti.

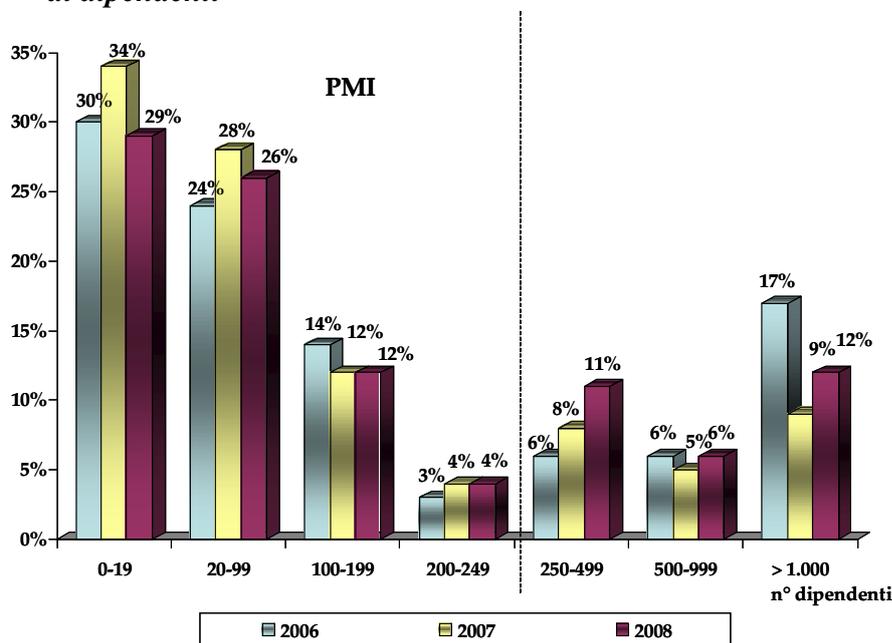
Figura 4.8 – La distribuzione del capitale investito nel private equity



Fonte: Nostra elaborazione da dati AIFI

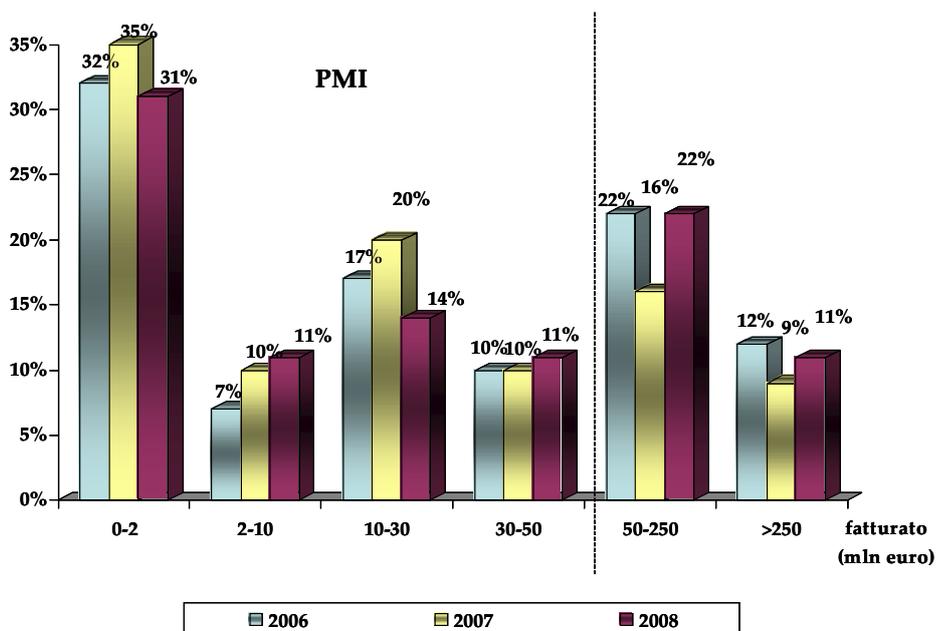
Per quanto riguarda la fase di disinvestimento, nel nostro Paese prevale la pratica di cedere la partecipazione posseduta dall'operatore istituzionale a nuovi soci, mentre il ricorso al mercato borsistico è piuttosto modesto. Tuttavia, si osserva che l'ammontare maggiore è stato disinvestito attraverso la vendita ad altri investitori.

Figura 4.9 – La distribuzione del numero di investimenti nelle aziende suddivise per classi di dipendenti



Fonte: Nostra elaborazione da dati AIFI

Figura 4.10 – La distribuzione del numero di investimenti nelle aziende suddivise per classi di fatturato

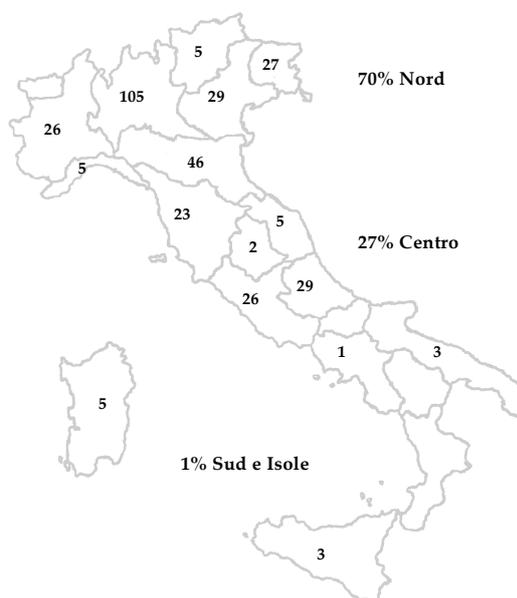


Fonte: Nostra elaborazione da dati AIFI

A conclusione dell'analisi del contesto italiano, si evidenzia che la maggior parte delle operazioni di *private equity* sono realizzate nelle regioni del Nord Italia, le quali hanno sempre attratto la maggiore entità di investimenti. Come evidenziato nel grafico 4.11, nel

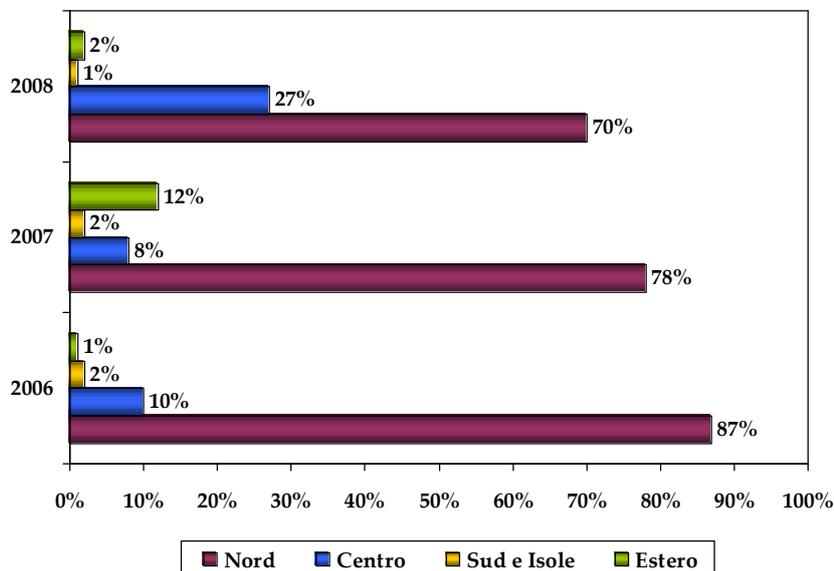
2008 l'ammontare investito nelle aziende del Nord è pari al 70%, contro il 27% investito nel Centro e l'1% nel Sud e Isole. La regione in cui viene realizzato il maggior numero di operazioni è la Lombardia, seguita dall'Emilia Romagna mentre l'attività del *private equity* è completamente assente in Valle d'Aosta, Molise, Basilicata e Calabria. Tale sbilanciamento a livello territoriale, come evidenziato nella figura 4.12, ricorre nel tempo e dovrebbe essere riequilibrato attraverso interventi mirati.

Figura 4.11 – La distribuzione geografica del numero di investimenti realizzati nel 2008



Fonte: Adattata da AIFI

Figura 4.12 – La distribuzione geografica del capitale investito nel private equity nell'ultimo triennio



Fonte: Nostra elaborazione da dati AIFI

CAPITOLO QUINTO

Il finanziamento delle imprese: un confronto internazionale

5.1 Il sistema finanziario nel contesto internazionale

Si è già rimarcato più volte che le imprese operano in un contesto competitivo in cui l'economia tende ad assumere una dimensione mondiale. L'attività dell'impresa, indipendentemente dalla realtà in cui è realizzata, è condizionata dalle variabili finanziarie. In particolare attraverso l'analisi della struttura finanziaria delle imprese, facendo riferimento ai livelli di indebitamento che esprimono il grado di dipendenza dalle fonti esterne di finanziamento e alla composizione dei finanziamenti in termini di forma tecnica e tipologia di intermediari, è possibile valutare il rapporto esistente tra sistema finanziario e impresa nei diversi Paesi.

Il sistema finanziario è un elemento primario dell'economia di un Paese. Esso, infatti, collega i soggetti che operano nel sistema economico (coloro che offrono e coloro che necessitano di capitali) ed inoltre, rende possibile il funzionamento dell'intero sistema economico influenzandone allo stesso tempo i risultati, espressi in termini di tassi di sviluppo, accumulazione di capitale, crescita di produttività²⁹⁷.

Il sistema finanziario svolge, pertanto, un ruolo cruciale nella crescita economica ed è accertato che i Paesi con sistemi finanziari maggiormente evoluti tendono a svilupparsi più rapidamente. Si sostiene, inoltre, che i Paesi dotati di un sistema legale forte nella tutela dei diritti dei proprietari, nella protezione degli investitori e nel sostegno della contrattazione

²⁹⁷ Si osserva che le crisi economiche sorgono spesso a seguito di squilibri finanziari accumulati nei vari Paesi e che l'uscita dalla crisi dipende dalla struttura finanziaria e dal livello di indebitamento dei singoli operatori nazionali. La struttura del sistema finanziario, inoltre, è definita dalle forme economico-giuridiche della finanza, dall'articolazione in operatori e mercato e dalle modalità organizzative.

privata presentano le condizioni favorevoli per un maggior sviluppo dei mercati finanziari e una maggiore propensione a finanziare le imprese²⁹⁸. Tuttavia, nei Paesi caratterizzati da una elevata rigidità normativa e una bassa autonomia del potere giudiziario (in genere i Paesi con una tradizione di *civil law*, come l'Italia) le imprese incontrano maggiori difficoltà ad ottenere finanziamenti.

Appurata, quindi, la necessità di individuare la configurazione ottimale del sistema finanziario per sostenere la crescita e la competitività di un'economia, per la scelta fra un sistema in cui prevalgano gli intermediari o i mercati si rimanda all'analisi dei vantaggi e degli svantaggi di due modelli semplificati di sistema finanziario. Il primo, prevalente nell'Europa continentale, si basa sull'attività delle banche e sulle relazioni stabili che quest'ultime instaurano con le imprese, le quali spesso generano atteggiamenti conservativi che riducono la propensione al rischio (cosiddetto modello «*bank oriented*»)²⁹⁹. Il secondo, prevalente negli Stati Uniti e negli altri Paesi anglosassoni, è invece orientato al mercato e si caratterizza per una maggiore trasparenza e protezione legale oltre che per una maggiore discontinuità dei processi innovativi (cosiddetto modello «*market oriented*»). Tali caratteristiche lo rendono particolarmente confacente a promuovere lo sviluppo dell'attività di *private equity* e il finanziamento delle imprese e di progetti innovativi³⁰⁰.

Si osserva, comunque, che entrambi i sistemi presentano vantaggi e svantaggi e che quindi, non si possa affermare che un sistema sia migliore dell'altro e che, di conseguenza, sia da adottare senza alcuna esitazione³⁰¹. L'adozione di un modello piuttosto che l'altro è conseguente alle specificità sociali, economiche e culturali radicate nei diversi contesti nazionali le quali non possono essere rimosse facilmente. Si tratterebbe, pertanto, di due sistemi non alternativi ma complementari che favoriscono l'efficiente allocazione delle risorse e la crescita economica. In altri termini, i mercati finanziari insieme alle banche consentono di limitare le imperfezioni ed i problemi di coordinamento presenti nel sistema economico di un determinato Paese³⁰².

²⁹⁸ Cfr. FORESTIERI G., *Introduzione*, op. cit., pag. 13.

²⁹⁹ Secondo il modello «*bank oriented*» le banche rappresentano gli intermediari più efficienti nella allocazione delle risorse perché riescono a minimizzare i costi dovuti alla presenza di asimmetria informativa.

³⁰⁰ Cfr. FORESTIERI G., *Introduzione*, op. cit., pag. 13-15.

³⁰¹ A tal proposito si veda FRANKEL A.– MONTGOMERY J., *Financial structure: an international perspective*, in *Banking Papers on Economic Activity*, n. 1, 1991, pag. 257-310 e STEINHER A.– HUVENEERS C., *On the performance of differently regulated financial institution: some empirical evidence*, in *Journal of Banking and Finance*, n. 18, 1994.

³⁰² Cfr. GROS-PIETRO G.M.– REVIGLIO E.– TORRISI A., *Assetti proprietari e mercati finanziari europei*, Il Mulino, Bologna, 2001, pag. 34 e WANG S.– MA J., *Comparison of Bank-Oriented or Market-Oriented Financial System and Inspiration*, in *Asian Social Science*, vol. 5, n. 8, Agosto 2009, pag. 119-122.

Per individuare le caratteristiche della struttura finanziaria delle imprese operanti in Paesi differenti si devono osservare specifiche variabili ritenute significative quali il livello di capitalizzazione, la dipendenza dal credito bancario, le peculiarità dei rapporti di finanziamento soprattutto in termini di durata.

Tuttavia, nell'analizzare le modalità di finanziamento delle imprese che operano in contesti diversi si incontrano notevoli difficoltà. La principale è rinvenibile nella scarsa omogeneità nella redazione dei bilanci delle imprese³⁰³.

5.2 Il sistema finanziario nell'Europa continentale: il modello «*bank oriented*»

Il sistema finanziario europeo è particolarmente complesso. In Europa, infatti, coesistono da sempre il modello «*bank oriented*», diffuso nell'Europa continentale, e il modello «*market oriented*», diffuso nel Regno Unito; inoltre, le esperienze dei Paesi dell'Europa continentale non possono essere descritte con immediatezza in quanto presentano differenze significative. L'unico elemento accomunante è rappresentato dal fatto che in tutti i Paesi dell'Europa continentale le banche occupano un ruolo centrale nel finanziamento delle imprese; si parla, infatti, di sistema finanziario banco-centrico.

Nei Paesi in cui prevale il modello «*bank oriented*», in pratica, le banche vendono i propri titoli ai soggetti che presentano un surplus di risorse finanziarie per poi acquistare con il ricavato i titoli emessi dai soggetti che invece hanno bisogno di ottenere finanziamenti³⁰⁴.

Tuttavia, si osserva che nella realtà accade spesso che le strutture finanziarie risultino da una combinazione delle caratteristiche dei due sistemi. Inoltre, la prevalenza delle peculiarità dell'uno o dell'altro sistema varia da Paese a Paese in relazione al contesto normativo, alle politiche fiscali e monetarie, ai sistemi contabili, al livello di innovazione tecnologica e in relazione agli aspetti qualificanti del singolo Paese acquisiti a seguito dell'evoluzione storica che lo ha contraddistinto.

Con l'avvio del mercato unico europeo, al fine di agevolare l'integrazione dei mercati finanziari dei Paesi, si è assistito al passaggio dai rapporti finanziari domestici segnati dalle specificità nazionali ai rapporti anonimi di mercato a carattere sovranazionale. Inoltre,

³⁰³ Cfr. NARDOZZI G – BALESTRIERI A., *Finanza europea e americana nella competizione tra banche*, Saggio pubblicato in *Quaderni di Ricerche* n. 48, realizzato nell'ambito della ricerca «Verso un sistema bancario e finanziario europeo?» promossa dall'Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari Luigi Einaudi.

³⁰⁴ Cfr. RAMUNNI F., *Il sistema finanziario del Regno Unito: peculiarità e prospettive*, in *Rivista bancaria*, n. 3, maggio-giugno 2008, pag. 12.

nonostante si sia avvertita la necessità di tendere al modello orientato al mercato, la centralità delle banche nei sistemi finanziari in oggetto non è mai stata messa seriamente in discussione e tra le strutture finanziarie dei Paesi dell'Europa continentale esistono notevoli differenze imputabili alle specificità nazionali degli assetti giuridici e istituzionali. Diversità significative permangono anche con riferimento al ruolo delle banche. Si osserva, prima di descrivere brevemente le caratteristiche del sistema finanziario in alcuni Paesi dell'Europa continentale, che l'integrazione tra le diverse strutture finanziarie è stata frenata dalle barriere culturali, da quelle linguistiche nonché dall'attaccamento dei singoli Paesi alle specificità nazionali. Nell'Europa continentale, inoltre, sono particolarmente diffuse, anche nei grandi gruppi, le imprese familiari, le quali ottengono benefici per quanto riguarda opportunità e condizioni di finanziamento, grazie all'onore e al prestigio del nome. Questa rappresenta una delle motivazioni per cui i grandi imperi industriali dell'Europa continentale sono posseduti e controllati da vere e proprie dinastie³⁰⁵.

Tuttavia, a seguito dell'importazione di tecniche e strumenti di finanziamento provenienti dagli Stati Uniti, le singole imprese europee hanno iniziato a modificare la logica della gestione finanziaria. L'introduzione di tali elementi nei mercati finanziari europei ha svolto un ruolo decisivo nell'apertura dei mercati al capitale internazionale. Nei mercati nazionali dei capitali, quindi, subentrano i grandi investitori istituzionali, soprattutto americani, e i sistemi finanziari europei hanno conseguentemente iniziato a mutuare strutture tipiche dei sistemi anglosassoni.

Nonostante la spinta al cambiamento, tra i Paesi dell'Europa continentale permangono comunque spiccate differenze³⁰⁶.

Queste differenze sono sintetizzate nei seguenti paragrafi con riferimento ai Paesi che, a parere di chi scrive, risultano più significativi.

5.2.1 Il sistema finanziario in Germania

Il sistema tedesco viene spesso indicato come riferimento per l'Europa continentale; esso rappresenta la «migliore» espressione del modello «*bank oriented*» e in quanto tale, si contrappone nettamente al modello «*market oriented*» di matrice anglosassone. Anche in

³⁰⁵ Cfr. DE CECCO M.– NARDOZZI G., *Le tendenze internazionali della finanza: la nuova centralità delle banche*, in *Bancaria, Contributi*, n. 1, 2006, pag. 15-17.

³⁰⁶ Cfr. GROS-PIETRO G.M.– REVIGLIO E.– TORRISI A., *Assetti proprietari*, op. cit., pag. 12-15.

Germania, infatti, le banche svolgono un ruolo centrale nei confronti del sistema industriale tanto da considerare il rapporto fra banca e impresa come il principale fattore che ha determinato il successo del processo di industrializzazione del Paese contribuendo alla nascita e alla crescita di una solida base industriale. È importante mettere in risalto, inoltre, che il settore della piccola e media impresa rappresenta anche in Germania la spina dorsale dell'economia del Paese.

In particolare, tra l'impresa tedesca e la sua banca di riferimento si instaura «una relazione fortemente fiduciaria e di lunga durata»³⁰⁷ che permette agli istituti creditizi di intervenire su questioni particolarmente delicate, quali la valutazione e la verifica della validità delle scelte strategiche aziendali (cosiddetto ruolo della *Hausbank*).

Nel sistema tedesco, pertanto, i mercati finanziari rivestono di fatto un ruolo marginale nel finanziamento e nel governo delle imprese, mentre gli istituti creditizi riescono addirittura ad esercitare, per conto degli azionisti che hanno azioni depositate presso di loro, diritti di voto (i cosiddetti *Depotstimmrechte*)³⁰⁸.

Il modello tedesco, quindi, si caratterizza principalmente per la presenza di una fitta rete di legami solidi, sia di natura patrimoniale che personale, tra imprese industriali e finanziarie che condividono le strategie e instaurano relazioni stabili nel tempo grazie ad un sistema di partecipazioni incrociate che crea «curiosi» intrecci tra gli organi amministrativi delle banche e delle imprese (tale fenomeno è definito *Interlocking Directorate*)³⁰⁹.

Si sottolinea che è solito riferirsi alle banche tedesche con l'espressione «*banche universali*» dato che, accanto all'attività bancaria propriamente detta, esse sono in grado di offrire anche una vasta gamma di vere e proprie operazioni finanziarie.

In Germania, inoltre, accade spesso che nel consiglio di sorveglianza di un'impresa siano presenti membri nominati da società, specialmente banche, che non partecipano direttamente al capitale ma che di conseguenza hanno la possibilità di esercitare la propria influenza sull'impresa stessa³¹⁰. Tale meccanismo ha garantito alle imprese una forte stabilità nel controllo, al *management* la continuità di governo e infine, ha permesso agli istituti finanziari

³⁰⁷ Si veda ONETTI A.– PISONI A., *Le relazioni tra industria e finanza in Germania: specificità ed evoluzione nel tempo*, Atti del Convegno AIDEA 2006, *Finanza e industria in Italia*, Roma, Università La Sapienza, 28-29 settembre 2006, pag. 1.

³⁰⁸ Cfr. IANNOTTA G., *Investment banking e corporate governance*, in FORESTIERI G. (a cura di), *Management, Impresa, banche e mercati finanziari*, vol. 8, Egea – Università Bocconi Editore, Milano, 2005, pag. 99 e ss..

³⁰⁹ Cfr. GROS-PIETRO G.M.– REVIGLIO E.– TORRISI A., *Assetti proprietari*, op. cit., pag. 12.

³¹⁰ Tale fenomeno trova in letteratura diverse definizioni; tra le più significative si segnala che nel 1965 Shonfield usava l'espressione *gestione economica collettiva*, nel 1991 Albert parlava di *dialogue social* e nel 1992 Porter definiva tale situazione come *sistema relation oriented*. Cfr. ONETTI A.– PISONI A., *Le relazioni*, op. cit., pag. 1.

di esercitare un rilevante potere di influenza sulle imprese. Tuttavia, è opportuno sottolineare che una siffatta situazione ha ostacolato lo sviluppo del ruolo dei mercati finanziari limitando allo stesso tempo la contendibilità delle imprese.

Considerando, quindi, che i rapporti tra banca e impresa in Germania non si fondano esclusivamente su rapporti di natura economica, alcuni studiosi hanno cercato di descrivere i rapporti tra le banche tedesche e le imprese dello stesso Paese attraverso l'analisi della composizione degli organi di governo ritenendo la composizione dei consigli di sorveglianza un valido indicatore dell'entità delle relazioni esistenti fra imprese finanziarie e non³¹¹.

È doveroso comunque sottolineare che le imprese tedesche definiscono autonomamente le scelte strategiche e gestionali anche se, come si è già detto, il sistema bancario rappresenta, coerentemente all'impostazione culturale del Paese in esame, uno *stakeholder* molto importante.

Tuttavia, anche il contesto tedesco sta evolvendosi per fronteggiare situazioni complesse conseguenti alla crescente internazionalizzazione delle imprese tedesche, all'aumento degli investimenti esteri in società tedesche, alla crescente attenzione da parte delle banche ai risultati aziendali, all'aumento dei fallimenti di imprese tedesche (fenomeno che tra l'altro è identificato come un fallimento del modello stesso), alla progressiva riduzione della proprietà bancaria nelle imprese, al graduale rilievo dei mercati finanziari, nonché alle recenti evoluzioni normative in Germania e nel contesto europeo.

Tali problematiche richiedono necessariamente l'apertura del sistema finanziario tedesco ai modelli di mercato, il che può comportare l'acquisizione di elementi nuovi caratterizzanti altri modelli, come quello anglosassone, con probabile lenimento delle qualità che da sempre caratterizzano il modello tedesco. In particolare, si sta assistendo ad una possibile evoluzione delle principali funzioni esercitate dalle banche nel governo delle imprese. Le strategie adottate dalle banche tedesche per fronteggiare la competizione globale, infatti, inducono le stesse a dismettere le partecipazioni nel sistema industriale le quali rappresentano il principale strumento di controllo a loro disposizione. Tale tendenza, tuttavia, in virtù della natura non esclusivamente economica dei rapporti tra banche e imprese, non comporta necessariamente un ridimensionamento del controllo delle prime sulle seconde. I cambiamenti in atto, quindi, pur essendo significativi potrebbero, almeno nel breve termine, lasciare invariata la natura dei rapporti tra istituzioni finanziarie e sistema industriale e commerciale³¹².

³¹¹ Cfr. ONETTI A.– PISONI A., *Le relazioni*, op. cit., pag. 2 e ss..

³¹² Cfr. *ivi* pag. 9.

5.2.2 Il sistema finanziario in Francia

Le imprese francesi, sia di grandi dimensioni che di più piccola entità, evidenziano invece una minore dipendenza dal credito bancario rispetto al contesto europeo.

Tale situazione è da attribuire alla rilevanza assunta dal credito commerciale e al più sostenuto ricorso, da parte delle grandi imprese, al mercato obbligazionario³¹³.

Il mercato bancario francese si caratterizza, inoltre, per la presenza di grandi gruppi polifunzionali in cui coesistono soggetti di natura diversa, quali banche commerciali, banche cooperative e società finanziarie che si propongono di offrire alla clientela tutte le tipologie esistenti di prodotti bancari, finanziari e assicurativi³¹⁴.

La Francia, in realtà, sembra occupare una posizione intermedia tra sistemi orientati alle banche e sistemi orientati al mercato.

A partire dalla seconda metà degli anni novanta, infatti, in Francia si è assistito all'adozione di importanti aspetti del modello anglosassone. In questi anni, in particolare, si registra un elevato grado di penetrazione nel capitale azionario delle grandi imprese francesi da parte di investitori istituzionali nordamericani e inglesi, i quali importarono anche la logica gestionale che privilegia l'ottica finanziaria rivolta alla ricerca di una redditività immediata dell'investimento, rispetto a quella strategica³¹⁵.

In Francia, tuttavia, si è affermata una situazione alquanto particolare. Gli investitori istituzionali, infatti, a dispetto di quanto avviene nel modello anglosassone, sono stati coinvolti nelle più importanti decisioni gestionali; le partecipazioni degli investitori anglosassoni nelle imprese francesi assunsero, pertanto, una veste strategica.

Si è assistito, inoltre, ad un'evoluzione nel comportamento di coloro che detenevano partecipazioni rilevanti. In altri termini, nella gestione della partecipazione si è seguita la filosofia anglosassone rivolta alla massimizzazione della redditività del breve periodo.

In Francia si assiste, quindi, ad un processo di convergenza fra i due modelli che ha conferito maggiore stabilità agli assetti proprietari e di conseguenza, ha generato innegabili benefici in termini di efficienza dei mercati finanziari³¹⁶.

³¹³ Cfr. FUSCO G.– PASCA P., *Verso un sistema bancario e finanziario europeo? Il sistema creditizio francese*, in *Quaderni di Ricerche*, n. 41, Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari Luigi Einaudi, pag. 3 e ss.

³¹⁴ Cfr. *ivi* pag. 18.

³¹⁵ Per approfondimenti sui primordiali aspetti istituzionali del sistema finanziario francese si veda ANOLLI M.– PATARNELLO A., *Intermediari e mercati finanziari in Francia*, Il Mulino, Bologna, 1991.

³¹⁶ Cfr. GROS-PIETRO G.M.– REVIGLIO E.– TORRISI A., *Assetti proprietari*, op. cit., pag. 53 e ss..

5.2.3 Il sistema finanziario in Belgio

Il sistema banco-centrico prevale anche in Belgio, Paese in cui tra l'altro il sistema industriale è caratterizzato dalla predominanza di imprese di piccola e media dimensione.

Negli ultimi anni, in particolare, si sta assistendo ad un processo di ristrutturazione del sistema bancario, nel senso che si sta affermando una tendenza verso il consolidamento e la concentrazione delle banche grazie ad operazioni di fusione e di acquisizione. Per tale ragione, le banche belghe presentano una dimensione elevata pari a quasi il doppio di quella delle principali banche del Giappone e degli Stati Uniti.

Le istituzioni creditizie belghe possono, inoltre, concorrere al finanziamento delle imprese anche con il capitale di rischio grazie alla possibilità di acquisire partecipazioni in aziende non bancarie e non finanziarie³¹⁷.

Lo sviluppo del sistema bancario in Belgio si contraddistingue anche per l'intensificarsi dei legami tra banche e società di assicurazione. Gli istituti di credito belgi, infatti, oltre a svolgere la «normale» attività di intermediazione creditizia, integrano le diverse funzioni della finanza tradizionale con quelle delle attività assicurative. A differenza degli altri Paesi europei in cui esistono barriere tra le banche e le assicurazioni, quindi, in Belgio si sta sviluppando il fenomeno della cosiddetta «*Bancassurance*»³¹⁸.

Data la numerosità delle imprese di piccola e media dimensione, inoltre, si evidenzia che il settore bancario in Belgio primeggia nel finanziamento delle PMI le quali sono supportate soprattutto nelle procedure di entrata in Borsa.

Il sistema belga si caratterizza, inoltre, per la prevalenza di istituti di credito stranieri, i quali superano per numero quelli di diritto belga³¹⁹. Il Belgio si presenta, pertanto, con riferimento al settore finanziario, un Paese molto aperto.

La presenza di un numero elevato di istituti di credito stranieri rappresenta un rilevante fattore di successo per il Paese. Tale situazione, infatti, comporta un incremento considerevole della concorrenza e di conseguenza, una serie di benefici non solo a vantaggio della clientela ma anche a favore delle banche stesse, le quali sono spronate a rispondere in maniera dinamica e creativa alle stimolazioni provenienti dal sistema.

³¹⁷ Cfr. ANDERLONI L., *Tendenze evolutive del sistema creditizio belga*, in *Banche e Banchieri*, n. 5, 1994, pag. 386-388.

³¹⁸ Cfr. *ivi* pag. 388.

³¹⁹ In Belgio sono presenti circa 104 banche di cui il 25% è rappresentato da imprese di diritto belga, il 27% da imprese di diritto belga a maggioranza straniera e il 48% da banche straniere. Si osserva a tal proposito che la principale banca operativa nel Paese è la Banca Monte Paschi del Belgio, banca di diritto belga e matrice italiana, attiva sul territorio dal 1947 (informazioni reperite dal sito www.ambbruxelles.esteri.it).

5.3 Il sistema finanziario nei Paesi anglosassoni: il modello «*market oriented*»

Il modello «*market oriented*» si caratterizza per la fiducia nella completa autonomia del mercato nel garantire un'allocazione efficace ed efficiente delle risorse. In altri termini, si ritiene che il mercato sia in grado di allocare le risorse verso gli investimenti ritenuti più validi e redditizi e di controllare a posteriori il perseguimento della redditività monitorando l'attività delle imprese. La supremazia del mercato rende il sistema più flessibile e quindi più tempestivo nel rispondere ai mutamenti e alle necessità del contesto in cui si opera. Tuttavia, l'incertezza e l'incompletezza delle informazioni sottolineano che nella realtà il mercato non è perfetto ed evidenziano l'utilità della presenza di intermediari, i quali rappresentano il mezzo più efficace per superare le asimmetrie informative e quindi, trasferire i capitali dai settori dell'economia che ne possiedono in eccesso a quelli che ne hanno bisogno.

Nei Paesi anglosassoni prevale tale modello e il sistema finanziario è prevalentemente orientato al rendimento finanziario. Le imprese, infatti, sono spesso gestite da soggetti che non sono interessati a possederle, ma piuttosto a realizzare buoni investimenti finanziari. La loro partecipazione al capitale, pertanto, non dura nel tempo. Nel modello anglosassone non vi sono azionisti che possiedono partecipazioni consistenti e nell'allocazione delle risorse, le banche svolgono un ruolo secondario rispetto al mercato³²⁰. In altri termini, per fronteggiare le esigenze di finanziamento, le imprese si rivolgono direttamente al mercato finanziario emettendo, ad esempio nell'ipotesi più semplice, azioni e obbligazioni. In tali contesti è notevole, quindi, lo sviluppo di intermediari non bancari, i quali investendo in titoli consentono alle imprese di finanziarsi tramite capitale di rischio.

In altri termini, la minore importanza riconosciuta alle banche rispetto agli altri intermediari spinge le imprese a finanziarsi emettendo titoli di credito piuttosto che ricorrendo a prestiti bancari. In tali sistemi l'intermediario non bancario è chiamato a coordinare la domanda e l'offerta di risorse finanziarie gestendo i rapporti tra le unità in surplus e quelle in deficit presenti nell'economia di un determinato Paese.

Inoltre, dato che nel modello «*market oriented*» non si crea un rapporto duraturo fra banca e impresa, a differenza di quanto avviene nei Paesi dell'Europa continentale, le imprese hanno l'esigenza di finanziarsi nel breve e medio termine.

³²⁰ Alcuni Autori osservano che in realtà lo sviluppo dei mercati ha avvantaggiato le banche nell'esercizio della loro tipica attività creditizia confermando in un certo senso il ruolo centrale delle stesse. Cfr. DE CECCO M.–NARDOZZI G., *Le tendenze*, op. cit., pag. 13.

Negli Stati Uniti, in particolare, si sta affermando un sistema finanziario composto da un numero contenuto di intermediari e da pochi ma grandi conglomerati finanziari. Le banche, inoltre, sembrano dedicarsi in misura crescente ad operazioni di trasferimento del rischio di credito, il quale al pari delle *commodities* è scambiato sui mercati e trasferito dai bilanci delle banche a quelli di istituzioni finanziarie non bancarie consentendo l'accesso ai mercati dei capitali a qualsiasi categoria di intermediari. Un siffatto stato di cose, tuttavia, ha reso il sistema finanziario statunitense sicuramente più efficiente ma anche meno trasparente³²¹.

Il sistema finanziario del Regno Unito, invece, presenta notevoli spunti di interesse perchè, come si è già detto, è l'unico sistema finanziario in Europa orientato al mercato ed inoltre, la sua capitale è considerata un vero e proprio centro finanziario internazionale. Nel Paese in questione, infatti, grazie allo sviluppo dei fondi comuni e delle istituzioni assicurative e previdenziali³²², i mercati si sono sviluppati in misura maggiore rispetto alle banche³²³.

Le imprese dei Paesi anglosassoni, in linea con le caratteristiche finanziarie del sistema produttivo, privilegiano, pertanto, come fonte esterna di finanziamento il capitale di rischio. Di conseguenza, nei mercati finanziari proliferano nuovi e particolari strumenti di finanziamento al fine di fronteggiare le intense pressioni competitive provenienti dallo stesso sistema finanziario.

5.4 Gli strumenti ibridi di finanziamento nel contesto internazionale

A seconda delle caratteristiche assunte dal sistema finanziario di un determinato Paese le modalità con cui si richiedono e si offrono finanziamenti, nonché il ricorso a determinati operatori anziché ad altri, acquistano connotazioni differenti determinando o limitando le possibilità di sviluppo delle imprese che operano sul territorio.

³²¹ Cfr. *ivi* pag. 14.

³²² L'affermazione nel Regno Unito di un sistema finanziario orientato al mercato è attribuibile alle esigenze avvertite dalla collettività a seguito della Rivoluzione Industriale. A seguito del trasferimento degli individui dalle campagne alle fabbriche delle città si avvertirono, infatti, da un lato una serie di esigenze sociali, conseguenti al venir meno del legame familiare e al sorgere della necessità di un sostegno finanziario soddisfatto dai fondi pensione e dalle compagnie di assicurazione, e dall'altro si percepirono esigenze di carattere economico legate al bisogno di finanziamenti da parte delle imprese soddisfatto tramite l'istituzione di intermediari la cui attività fu rivolta principalmente al sostegno dello sviluppo delle stesse. Si osserva, inoltre, che negli Stati Uniti si è verificata una situazione piuttosto simile. Cfr. RAMUNNI F., *Il sistema finanziario*, op. cit., pag. 30.

³²³ Cfr. *ivi* pag. 9-14.

È sempre più diffusa la tendenza a ricorrere a strumenti alternativi di finanziamento al fine di superare i vincoli alla crescita che, soprattutto i sistemi banco-centrici, impongono alle imprese.

Tale tendenza, come si è già avuto modo di mettere in evidenza, sta cercando di affermarsi anche nel nostro Paese e al fine di superare le difficoltà suddette si è assistito all'introduzione di diverse tipologie di strumenti alternativi di finanziamento, tra i quali gli strumenti finanziari partecipativi.

Con essi, in realtà, si introduce nel nostro Paese una fattispecie già nota da tempo negli altri ordinamenti. Sia nei sistemi anglosassoni che in quelli dell'Europa continentale, infatti, si sono sviluppate diverse categorie di strumenti ibridi, cioè strumenti che, si ricorda, presentano caratteristiche comuni sia alle azioni che alle obbligazioni.

Per quanto attiene agli strumenti finanziari partecipativi il riferimento immediato e più significativo nell'Europa continentale è rinvenibile nelle *parts bénéficiaires* previste nell'ordinamento belga³²⁴.

Le *parts bénéficiaires* sono particolari titoli disciplinati dal *Code des sociétés*³²⁵ belga particolarmente diffusi nella pratica. Tuttavia, come per gli strumenti finanziari partecipativi, il legislatore non definisce e non disciplina dettagliatamente i titoli in questione, bensì si limita a precisare che non rappresentano il capitale sociale. Analogamente a quanto previsto per gli strumenti finanziari partecipativi, inoltre, il codice si limita a sancire che è nello statuto che si determinano i diritti che sono attribuiti alle *parts bénéficiaires*³²⁶.

L'interesse suscitato da tali strumenti è da imputare al fatto che anche le *parts bénéficiaires*, presentando caratteristiche ibride, si collocano in una posizione intermedia tra azioni e obbligazioni. Anche per esse, quindi, come per gli strumenti finanziari partecipativi, il tentativo di ricondurle all'una o all'altra categoria non produce risultati significativi.

Esse, tuttavia, si distinguono dalle azioni perché non rappresentano una frazione del capitale sociale essendo definite «*titres hors capital*».

Le *parts bénéficiaires*, in realtà, nascono in Francia nel XIX secolo per ricompensare i fondatori di una determinata società in formazione dei servizi resi. Esse, infatti, erano emesse in genere al momento della costituzione della società ed erano definite «*parts de fondateurs*».

³²⁴ Cfr. FARACI F., *Nuovo accordo*, op. cit., pag. 327.

³²⁵ Il *Code des Sociétés* prevede che «*indépendamment des actions représentatives du capital social, il peut être créé de titres ou des parts bénéficiaires... les status déterminent les droit qui y son attachés...* ».

³²⁶ Cfr. CINCOTTI C., *L'esperienza delle parts bénéficiaires belghe e gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346 C.C.*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, n. 2, 2004, pag. 222-223.

Introdotte poi nell'ordinamento belga, ancora oggi costituiscono spesso la contropartita riconosciuta ai fondatori della società o ai consiglieri esterni alla società, o ancora al personale (per legare i loro interessi ai risultati della società attraverso l'attribuzione del diritto ai dividendi) in contropartita di servizi che non rappresentano apporti nel senso giuridico del termine. In particolare, se emesse al momento della costituzione della società soddisfano principalmente la necessità di remunerare i fondatori per le responsabilità assunte con la presentazione del piano finanziario, nel quale risulta il capitale sociale della costituenda società³²⁷.

Le *parts bénéficiaires* possono essere emesse anche durante la vita della società ed a seguito di apporti in denaro purché non rappresentino una frazione del capitale della società.

Se emesse in qualsiasi altro momento della vita sociale successivo alla sua costituzione è necessaria una delibera dell'assemblea generale straordinaria secondo i quorum e la maggioranza previsti per la modifica dello statuto. Di contro, nell'ordinamento italiano per l'emissione di nuovi strumenti finanziari partecipativi non è necessaria una modifica statutaria e conseguentemente non è richiesto l'intervento dell'assemblea straordinaria.

I titoli in esame sono emessi spesso in contropartita all'apporto d'azienda o di qualsiasi altro bene che non può essere valutato economicamente in modo preciso e affidabile e quindi, non può rientrare nella categoria degli apporti in natura.

Non è possibile, tuttavia, emettere le *parts bénéficiaires* a titolo gratuito dato che è necessario che la società riceva, a fronte dell'attribuzione delle stesse, un qualsiasi beneficio anche se non immediatamente valutabile.

I titoli in questione possono essere dotati di diritti di natura diversa, compreso il diritto di voto. Come si è già detto, i diritti che possono essere incorporati nelle *parts bénéficiaires* sono liberamente definiti nello statuto della società. Nell'ambito dei diritti patrimoniali tale libertà è apparentemente illimitata. Per quanto riguarda, invece, i diritti amministrativi il *Code* belga da una parte prevede che lo statuto possa attribuire ai titolari il diritto di voto nell'assemblea, ma dall'altra stabilisce che comunque non può essere attribuito più di un voto per titolo, che l'insieme dei voti attribuiti ai titolari di *parts bénéficiaires* non può superare la metà di quelli attribuiti agli azionisti e che, nell'ambito di una singola votazione, possono essere computati i voti espressi dai titolari di *parts bénéficiaires* che superino i due terzi del numero dei voti espressi dagli azionisti. Tale prescrizione è rivolta ad impedire che i titolari di tali strumenti possano costituire la maggioranza e quindi determinare la volontà sociale.

³²⁷ Cfr. *ivi* pag. 223-224.

È possibile, quindi, ricorrendo all'autonomia statutaria creare *parts bénéficiaires* che presentano un contenuto identico a quello delle azioni o delle obbligazioni. Allo stesso tempo, tuttavia, si vuole tutelare la qualità di socio limitando le modalità attraverso le quali è possibile esprimere il diritto di voto. Di conseguenza, il titolare di *parts bénéficiaires* munite di diritto di voto si deve considerare come un socio *sui generis*, mentre il titolare di *parts bénéficiaires* prive di diritto di voto è assimilabile ad un creditore sociale³²⁸.

Tra le informazioni importanti relative agli strumenti in questione da riportare nello statuto, il legislatore belga richiede l'indicazione del numero di *parts bénéficiaires* effettivamente emesse dalla società. Il legislatore italiano con riferimento agli strumenti finanziari partecipativi, invece, non prevede tale specificazione.

In assenza di una norma esplicita, quindi, nello statuto non si dà notizia dell'effettiva emissione di strumenti finanziari partecipativi. La comparazione con l'ordinamento belga mette, pertanto, in evidenza una significativa lacuna informativa a scapito soprattutto dei soci, i quali, essendo esclusi dalla procedura di emissione degli strumenti finanziari partecipativi³²⁹, possono venire a conoscenza della avvenuta emissione di tali strumenti solo dalla nota integrativa al bilancio nella quale, come si è già avuto modo di esplicitare, si deve riportare «il numero e le caratteristiche degli altri strumenti finanziari emessi dalla società, con l'indicazione dei diritti patrimoniali e partecipativi che conferiscono e delle principali caratteristiche delle operazioni relative»³³⁰. Si osserva, quindi, che potrebbe accadere che i soci vengano a conoscenza di tale importante accadimento societario solo ad operazione conclusa e solo in sede di approvazione del bilancio.

Nella seguente tabella 5.1 si sintetizzano gli aspetti che accomunano e quelli che differenziano le *parts bénéficiaires* belghe e gli strumenti finanziari partecipativi italiani.

³²⁸ Cfr. *ivi* pag. 227.

³²⁹ L'organo amministrativo può, infatti, deliberare in completa autonomia l'emissione di strumenti finanziari partecipativi. Tali delibere, quindi, pur potendo ledere i diritti degli azionisti possono essere adottate senza alcun coinvolgimento da parte di questi ultimi.

³³⁰ Sull'argomento si rimanda al quarto capitolo, paragrafo 4.4, del presente lavoro.

Tabella 5.1 –Strumenti finanziari partecipativi e parts bénéficiaires a confronto

STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI	PARTS BENEFCIAIRES
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Non attribuiscono il diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti ▪ In nessun caso attribuiscono la qualifica di socio ▪ Per la loro emissione non è richiesta una modifica statutaria ▪ Nello statuto non si dà notizia dell'effettiva emissione di strumenti finanziari partecipativi. Tale informazione è riportata solo in Nota Integrativa. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Possono attribuire il diritto di voto nell'assemblea purché siano rispettate precise limitazioni ▪ Il titolare di <i>parts bénéficiaires</i> dotate di diritto di voto si qualifica come socio <i>sui generis</i> ▪ Se emessi in un momento successivo alla costituzione dell'impresa richiedono una modifica dello statuto ▪ Nello statuto deve essere indicato il numero di <i>parts bénéficiaires</i> emesse
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Possono essere emessi a seguito di qualsiasi tipo di apporto e in qualsiasi momento della vita sociale dell'impresa <ul style="list-style-type: none"> ▪ Si collocano in posizione intermedia tra le obbligazioni e le azioni: sono strumenti ibridi <ul style="list-style-type: none"> ▪ Sono disciplinati prevalentemente nello statuto ▪ Non rappresentano il capitale sociale ▪ Sono dotati di diritti patrimoniali 	

Fonte: Nostra elaborazione

In Francia strumenti simili alle *parts bénéficiaires* belghe ed agli strumenti finanziari partecipativi italiani sono i cosiddetti *titres participatifs*, introdotti nel 1983 per consentire alle imprese pubbliche e alle società cooperative di consolidare la loro struttura finanziaria senza apportare modifiche né al capitale né alla *governance*. Tali titoli, attualmente disciplinati dal Codice di Commercio, permettono di reperire mezzi propri collocandosi in una posizione intermedia tra capitale e debito. Essi, infatti, riconoscono ai loro sottoscrittori diritti patrimoniali e amministrativi. I diritti patrimoniali consistono nel diritto di partecipazione agli utili e nel diritto a ricevere il rimborso in sede di liquidazione e in via subordinata rispetto agli altri creditori sociali; i diritti amministrativi si sostanziano, invece, nell'attribuzione ai titolari di diritti di informazione. La natura ibrida di tali strumenti è, pertanto, sintetizzabile nei seguenti elementi:

- rappresentano per la società emittente un vero e proprio debito rimborsabile unicamente in caso di liquidazione della stessa;
- la remunerazione è calcolata con riferimento ad alcune poste dell'attivo patrimoniale o ai risultati dell'esercizio³³¹.

³³¹ Cfr. BALZARINI P., *Certificati di investimento e titres participatifs: nuovi tipi di valori mobiliari*, in *Quadrimestre*, 1984, pag. 672.

Gli strumenti finanziari partecipativi, inoltre, sono assimilabili anche ai *Genußrechte* previsti nell'ordinamento tedesco, i quali rappresentano una forma di finanziamento alla società che, sulla base di un rapporto di natura obbligatoria, attribuisce una serie di diritti di natura patrimoniale tipici dell'azionista senza tuttavia attribuire una vera e propria partecipazione sociale (quali ad esempio il diritto agli utili della società finanziata, il diritto alla liquidazione, ecc.)³³². Si osserva, inoltre, che l'ordinamento tedesco fu il primo ad occuparsi della regolamentazione dei prestiti sostitutivi del capitale³³³.

Tuttavia, nonostante l'ampia varietà di forme presenti nella pratica, i *Genußrechte* non sono definiti in modo dettagliato dalla normativa tedesca. Ad essi si applica la disciplina prevista per le obbligazioni convertibili e, come avviene per gli strumenti partecipativi italiani, la concreta definizione del loro contenuto è demandata all'autonomia negoziale. Agli strumenti in questione non è possibile comunque attribuire il diritto di voto. La sottoscrizione di *Genußrechte*, infatti, non genera un vero e proprio rapporto sociale³³⁴.

Mentre i Paesi dell'Europa continentale si caratterizzano per la prerogativa di limitare i diritti amministrativi al fine di tutelare i soci, nei Paesi anglosassoni è diffusa la pratica di riconoscere ai finanziatori diversi dai soci la possibilità di determinare la volontà sociale. In tali contesti, gli strumenti ibridi di finanziamento sono particolarmente diffusi e possono assumere forme diverse a seconda dei privilegi associati ad essi.

Il principale riferimento nella realtà inglese è rappresentato dalle *preference shares* le quali attribuiscono al titolare privilegi di natura patrimoniale che possono caratterizzarsi, a loro volta, in modo differente. In particolare, quando tali azioni riconoscono anche una ulteriore partecipazione agli utili, oltre alla parte fissa, si parla di *participating preference*. Sotto il profilo dei diritti amministrativi, inoltre, il legislatore non prevede restrizioni particolari, cioè non esistono limitazioni per quanto riguarda il diritto di voto riconosciuto ai possessori di tali azioni, i quali godono di conseguenza di tutti i diritti del socio ordinario. Eventuali graduazioni di tale diritto sono rimesse, pertanto, all'autonomia statutaria³³⁵.

Per quanto riguarda invece i prestiti partecipativi, nel Regno Unito si riscontra una molteplicità di varianti riconducibili anche alla modalità di emissione degli stessi. In tale contesto, infatti, l'emissione di titoli di debito può essere rimessa, a fronte di una previsione statutaria, ad un *trust*. A fronte del finanziamento, quindi, la società emette i cosiddetti *debt*

³³² Cfr. FARACI F., *Nuovo accordo*, op. cit., pag. 327.

³³³ A tal proposito si veda MANDRIOLI L., *La disciplina dei finanziamenti dei soci nelle società di capitali*, in *Le società*, n. 2, febbraio 2006, pag. 173.

³³⁴ Cfr. LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Il Mulino, Bologna, 2001, pag. 81-83.

³³⁵ Cfr. *ivi* pag. 35-40.

securities, il *trustee* ha diritto alla restituzione del capitale e alla corresponsione di interessi , mentre il sottoscrittore dello strumento ha il vantaggio di affidare ad un intermediario finanziario la gestione del prestito.

Nei Paesi anglosassoni si sono poi sviluppati particolari strumenti di finanziamento ibridi che, qualificandosi come finanziamenti perpetui, si definiscono *perpetual debentures*. Essi attribuiscono al titolare il diritto al pagamento periodico di interessi, mentre la restituzione del capitale può avvenire solo al momento della liquidazione della società. Queste caratteristiche fanno sì che questo tipo di strumento si definisca irredimibile o perpetuo³³⁶.

Strumenti ibridi che presentano caratteristiche molto simili a quelli inglesi sono le cosiddette *preferred securities* diffuse negli Stati Uniti, il cui contenuto patrimoniale e amministrativo è definito nello statuto. Tali strumenti, che rappresentano la prima tipologia di ibridi offerti sul mercato, consistono in una promessa condizionata al pagamento dei dividendi con maggiore regolarità rispetto a quella prevista per le azioni ordinarie³³⁷.

Nel contesto statunitense si individuano poi le *convertible debt securities* che consistono in titoli di debito che possono essere convertiti in titoli azionari e che quindi combinano le caratteristiche delle azioni e quelle delle obbligazioni.

Particolarmente significative risultano poi le cosiddette *trust preferred securities* emesse da una società costituita appositamente o da un *trust*. In pratica, l'emittente di tali strumenti raccoglie risorse finanziarie che poi a loro volta sono concesse in prestito alla società beneficiaria del finanziamento. Tutto ciò si realizza sulla base di un prestito obbligazionario a lungo termine e subordinato e collocando titoli partecipativi diversi dalle azioni³³⁸.

Le società statunitensi emettono, in realtà, diverse categorie di strumenti ibridi che presentano strutture particolari e in grado di soddisfare le esigenze dei sottoscrittori sia in termini di prezzo che di pagamento dei dividendi. Il contenuto di tali strumenti non è vincolato da particolari prescrizioni, ma come si evince dalla breve disamina precedentemente esposta è rimesso all'autonomia negoziale. Solitamente, negli Stati Uniti, l'insieme che comprende le diverse tipologie di strumenti ibridi, quali le *preferred securities*, le *convertible debt securities* e le *trust preferred securities*, è definito con il termine generico di *hybrid securities*.

³³⁶ Cfr. *ivi* pag. 67-72.

³³⁷ Cfr. *ivi* pag. 40-45.

³³⁸ Cfr. *ivi* pag. 73-76 e ENGEL E.– ERIKSON M.– MAYDEW E., *Debt-Equity Hybrid Securities*, in *Journal of Accounting Research*, vol. 37, n. 2, USA, 1999, pag. 249 e ss..

Figura 5.1 – Gli strumenti ibridi nei principali Paesi dell’Europa continentale e negli Stati Uniti



Fonte: Nostra elaborazione

In conclusione, dal confronto fra i diversi contesti si evince che il ruolo predominante nella definizione degli aspetti qualificanti degli strumenti ibridi di finanziamento è svolto dall'autonomia statutaria.

Tale atteggiamento, assunto anche nei Paesi anglosassoni che vantano una maggiore esperienza in tale ambito, è da attribuire alla necessità di imprimere a tali strumenti di finanziamento un carattere flessibile e, quindi, di poterli modellare partendo dalla considerazione delle figure tipiche di finanziamento, quali azioni e obbligazioni.

Agli strumenti ibridi, in virtù di tale autonomia, è quindi possibile attribuire alcune caratteristiche dei cosiddetti strumenti primari di finanziamento e/o limitarne altre in modo da soddisfare particolari e concrete esigenze provenienti dalle imprese che operano nel contesto territoriale di riferimento.

Nella figura 5.1 si evidenziano gli strumenti ibridi più diffusi nei principali Paesi dell'Europa continentale e negli Stati Uniti.

5.5 Il *private equity* nel contesto internazionale

Il sistema finanziario di un Paese può caratterizzarsi, a seconda della prevalenza dei tratti che qualificano il modello orientato alle banche o quello orientato ai mercati, in maniera differente non solo in termini di raccolta di capitali e di tipologia di investimenti ma anche con riferimento al tipo di intermediari che si occupano del trasferimento delle risorse finanziarie dai soggetti che ne dispongono a quelli che ne necessitano.

Si è più volte sottolineato, comunque, che anche nei Paesi in cui il ruolo delle banche è predominante e il ricorso all'indebitamento bancario inevitabile si avverte la necessità di ricorrere a fonti di finanziamento alternative, come ad esempio il *private equity*.

L'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate trae le sue origini negli Stati Uniti durante gli anni Quaranta e precisamente nel 1946, anno in cui si costituì la prima società di investimento nel capitale di rischio, l'*American Research & Development Corporation* (ARD)³³⁹.

Solo successivamente si è assistito allo sviluppo del *private equity* anche in Europa, inizialmente nel Regno Unito e successivamente in Germania, in Francia e nei Paesi Bassi.

Nel Regno Unito e negli Stati Uniti si individuano, pertanto, i principali investitori di *private equity*. I due Paesi in questione presentano, infatti, tratti distintivi comuni che hanno favorito la diffusione e lo sviluppo degli investimenti istituzionali nel capitale di rischio. In particolare, uno degli elementi più significativi che a tal proposito accomuna gli Stati Uniti e il Regno Unito è che essi dispongono di mercati azionari particolarmente attivi³⁴⁰. Esiste, infatti, una certa correlazione tra il mercato del *private equity* e l'andamento dei mercati azionari: è da tale relazione che effettivamente deriva l'andamento ciclico del mercato del *private equity*³⁴¹.

Nelle nazioni in cui si è diffuso il *private equity* si sono sviluppate imprese ad elevato tasso di innovazione con inevitabili ripercussioni positive per tutta l'economia dello stesso

³³⁹ In realtà alcuni studiosi affermano che l'attività di investimento nel capitale di rischio si possa ricondurre, anche se con forme e modalità diverse, a qualsiasi sistema economico caratterizzato da una fiorente attività commerciale indipendentemente dal periodo storico di riferimento. Secondo Levin le prime esperienze di *venture capital* risalgono addirittura all'epoca dell'impero romano di Giulio Cesare. Cfr. GERVASONI A.–SATTIN F.L., *Private equity*, op. cit., pag. 15.

³⁴⁰ Cfr. RIGO C., *Le financement des entreprises par capital-risque*, Banque Nationale de Belgique, Working Paper n. 13, febbraio 2001, pag. 12.

³⁴¹ Cfr. MAGLIOCCO A.–SANELLI A., *Tassazione e sviluppo del venture capital in Europa e negli Stati Uniti. Modelli fiscali a confronto*, Saggio pubblicato in *Quaderni di Ricerche* n. 48, realizzato nell'ambito della ricerca «Verso un sistema bancario e finanziario europeo?» promossa dall'Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari Luigi Einaudi, pag. 13.

Paese³⁴². Il *private equity*, infatti, sostiene la crescita delle aziende e favorisce il miglioramento della propria posizione competitiva, nonché svolge un ruolo importante nel consolidamento dell'economia di un Paese anche in periodi di recessione.

Per favorire lo sviluppo del *private equity* sono necessarie condizioni giuridiche e fiscali favorevoli, in grado cioè di attrarre i capitali necessari per il finanziamento delle imprese.

Il mercato del capitale di rischio presenta in ciascun Paese caratteristiche differenti in termini di struttura e di istituzioni operanti.

Da indagini condotte da alcuni studiosi, in particolare, emerge che il mercato più grande è quello degli Stati Uniti, seguito da Regno Unito, Francia e Germania³⁴³.

Confrontando le caratteristiche del mercato del capitale di rischio nei Paesi europei e negli Stati Uniti si osserva, inoltre, che esso assume connotazioni differenti in ciascun contesto. Differenze particolarmente significative caratterizzano soprattutto l'Europa, contesto in cui tale l'attività di investimento è sviluppata in modo eterogeneo nei singoli Paesi che lo compongono.

Ciononostante, è emerso che sia nel mercato statunitense che in quello europeo si dà particolare enfasi agli investimenti in operazioni di *buy-outs*.

È opportuno, inoltre, ricordare con riferimento all'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio le differenze esistenti a livello terminologico fra Stati Uniti ed Europa. Si ricorda, infatti, che negli Stati Uniti si è soliti distinguere fra *venture capital*, che comprende sia operazioni di finanziamento nei primi stadi di vita delle imprese che finanziamenti di imprese già sviluppate e mature, e operazioni di *buy-out*. In Europa, invece, le operazioni di finanziamento nella fase iniziale dell'impresa rientrano nel *venture capital*, mentre il *private equity* comprende tutte le operazioni di finanziamento che si realizzano in momenti successivi a quello iniziale, compreso il *buy-out*³⁴⁴.

5.6 Il *private equity* negli Stati Uniti

Il capitale di rischio ha consentito agli Stati Uniti di supportare il talento imprenditoriale nel trasformare le idee e le conoscenze in prodotti e servizi che suscitano ammirazione in tutto

³⁴² Tra le imprese nate e sviluppate grazie a finanziamenti di *private equity* si ricordano Apple Computer, Intel, Federal Express, Microsoft.

³⁴³ Si veda, in particolare, AA.V.V., *Venture Capital Investors, Capital Markets, Valuation and Information: US, Europe and Asia*, in *Journal of International Entrepreneurship*, n. 2, Kluwer Academic Publisher, Netherlands, 2004, pag. 307 e ss.

³⁴⁴ Tale questione è stata già affrontata nel capitolo 4, paragrafo 4.2, del presente lavoro.

il mondo. Le società di *venture capital*, in particolare, hanno svolto un ruolo fondamentale nel sostenere e promuovere i progetti innovativi di imprese promettenti che non sarebbero riuscite ad ottenere i necessari capitali attraverso i tradizionali finanziamenti bancari.

Buona parte del successo del capitale di rischio è da attribuire allo spirito imprenditoriale particolarmente diffuso nella cultura americana, all'apertura dei mercati di capitali, alla capacità di riconoscere le opportunità di successo, alla disponibilità di tecnologie idonee e di una adeguata protezione della proprietà intellettuale e alla notevole specializzazione nei settori ad elevato valore aggiunto.

Negli Stati Uniti l'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio ha prodotto considerevoli benefici in termini di finanziamento di innovazioni tecnologiche, di creazione di posti di lavoro, di miglioramento nel controllo societario. I guadagni derivanti da tale attività hanno poi favorito il finanziamento delle piccole e medie imprese che, nonostante presentassero buone opportunità di profitto, faticavano ad affermarsi.

Dal punto di vista istituzionale, lo sviluppo del mercato del *venture capital* e più in generale, del *private equity* negli Stati Uniti è stato favorito dai seguenti eventi, che si descrivono brevemente:

- la nascita delle *Small Business Investment Companies* (SBICs), società di investimento di diritto privato a capitale misto che godono di particolari agevolazioni fiscali ed istituite nel 1958 dallo *Small Business Investment Act*;
- la riforma fiscale introdotta dal *Revenue Act* del 1978 che ridusse il livello di imposizione del *capital gains*;
- la rimozione nel 1979 del divieto per i fondi pensione di investire in attività rischiose favorendo un notevole afflusso di risorse³⁴⁵.

Nel mercato statunitense operano principalmente tre tipologie di operatori: le *Small Business Investment Companies*, di cui si è già detto, i fondi indipendenti di *venture capital*, che grazie alla loro flessibilità giuridica e fiscale si sono rivelati fondamentali per lo sviluppo del settore, e i *corporate venturists*, ovvero operatori privati che a partire dalla seconda metà degli anni settanta hanno svolto un ruolo particolarmente significativo in termini di volume di investimenti realizzati.

Nella fase iniziale l'offerta di fondi nel mercato statunitense deriva da fondi pensione, compagnie assicurative e imprese *corporate*.

³⁴⁵ Cfr. MAGLIOCCO A.– SANELLI A., *Tassazione e sviluppo*, op. cit., pag. 16-17.

Il periodo di maggiore crescita per il settore del *private equity* americano è da ricondurre agli anni Novanta. In questi anni, grazie all'eccezionale andamento dei mercati borsistici, a cui si sono susseguite nuove quotazioni, e al fiorente sviluppo di nuove tecnologie, che ha creato nuove opportunità di investimento per gli operatori statunitensi, la posizione di *leader* mondiale degli Stati Uniti in questo campo si è consolidata³⁴⁶.

Il 2008, tuttavia, è stato un anno difficile per il *venture capital* americano sotto molti aspetti.

Sulla base delle informazioni diffuse dalla principale associazione di categoria che rappresenta il settore del *venture capital* negli Stati Uniti, la *National Venture Capital Association* (NVCA)³⁴⁷, si evince innanzitutto che rispetto al 2007 l'ammontare dei capitali investiti attraverso il *venture capital* si è ridotto in misura pari all'8,38%, passando da 30.886 milioni di dollari investiti nel 2007 a 28.298 milioni di dollari nel 2008. Si rileva nello stesso anno anche una riduzione del numero di società finanziate che nel 2007 sono pari a 3.312 e nel 2008 ammontano a 3.276, determinando una riduzione dell'1,09%. Si rileva, tuttavia, che i dati registrati nel 2008 superano quasi del 6% quelli realizzati nel 2006. In realtà, questa modesta riduzione fa seguito ad una serie di aumenti moderati registrati negli ultimi anni. Tuttavia, nonostante si rilevi un livello di attività del *venture capital* al di sotto dell'anno precedente, gli Stati Uniti mantengono la loro posizione di leader nel settore.

Tale andamento è sintetizzato nella seguente figura 5.2.

Con riferimento ai dati diffusi dalla NVCA, inoltre, si rileva, come rappresentato nella successiva figura 5.3, che negli Stati Uniti il capitale investito nel *venture capital* nel 2008 è destinato per il 24% alla realizzazione di operazioni di *seed* ed *early stage*, per il 37% è rivolto ad operazioni di *expansion* e per il restante 39% è destinato ad operazioni *later stage*.

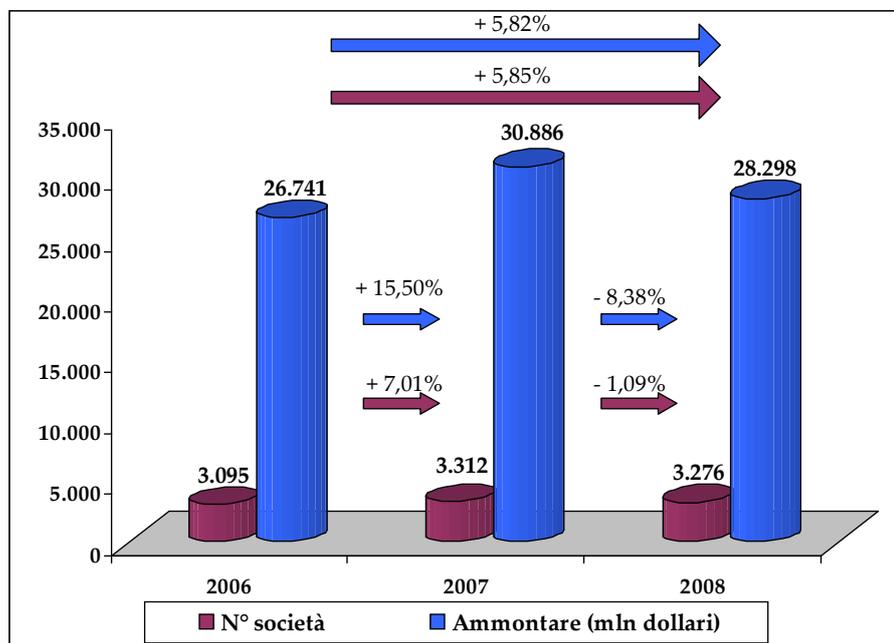
Si precisa a tal proposito che il finanziamento nella fase *seed* consiste nel mettere a disposizione di un imprenditore o di un inventore la necessaria dotazione di capitale che gli consenta di sviluppare e realizzare quello che ancora si definisce un progetto imprenditoriale³⁴⁸.

³⁴⁶ Cfr. GERVASONI A.– SATTIN F.L., *Private equity*, op. cit., pag. 15-17 e LIANG N., *Development of the US Private Equity Market, Presentation at the Workshop on SME Access to Risk Capital Financing Inter-American Development Bank*, 6 febbraio 2001.

³⁴⁷ La *National Venture Capital Association* (NVCA) rappresenta circa 480 società di *venture capital* negli Stati Uniti. La missione dell'associazione è quella di favorire una maggiore comprensione dell'importanza del capitale di rischio per l'economia degli Stati Uniti e di sostenere l'attività imprenditoriale e l'innovazione. Fornisce, inoltre, dati affidabili sul settore e promuove l'interazione tra i suoi membri. Per ulteriori informazioni www.nvca.org.

³⁴⁸ In questa fase, in particolare, si realizzano ricerche di mercato e si predispone un *team* attraverso il quale gestire e sviluppare il piano di impresa.

Figura 5.2 – L'evoluzione del mercato del venture capital negli Stati Uniti



Fonte: Nostra elaborazione da dati NVCA

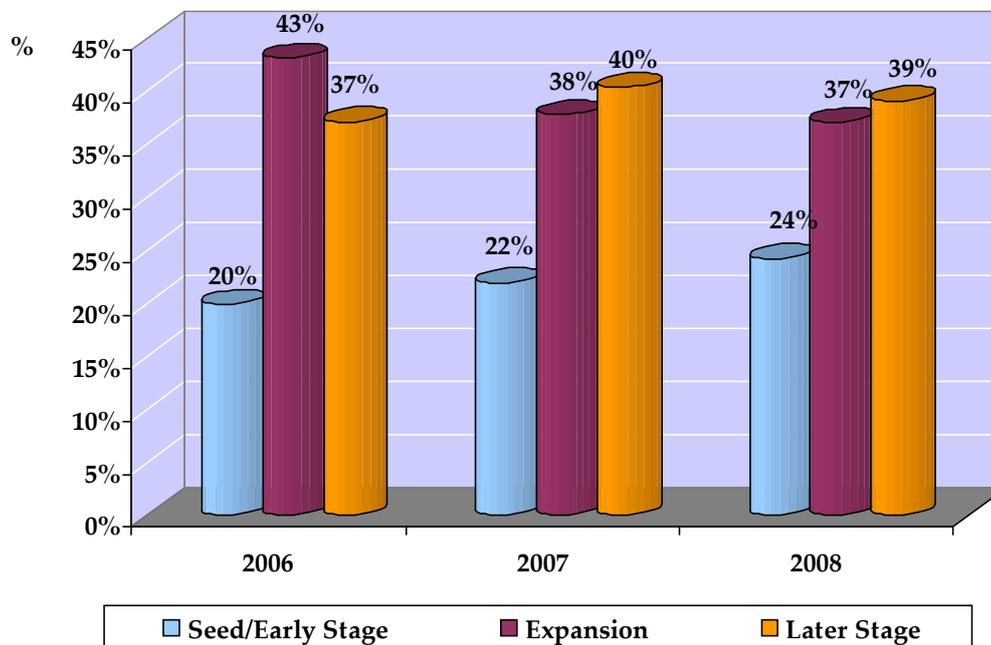
Nella fase *early stage* (fase iniziale) il finanziamento è rivolto, invece, a completare lo sviluppo dei prodotti che sono stati introdotti sul mercato «in versione prova» o ad affermare prodotti che stati appena resi disponibili in commercio.

Il finanziamento nella fase *expansion* consiste nel fornire capitale alle aziende che perseguono la crescita sia a livello dimensionale che in termini di ampliamento della gamma di prodotti e/o servizi offerti. In questa fase, il tasso di crescita aumenta velocemente e il ruolo del *venture capitalist* evolve da ruolo di supporto a ruolo strategico.

Nel *later stage* le imprese hanno raggiunto un tasso di crescita abbastanza stabile e presentano in genere un flusso di cassa positivo. In questo stadio il *venture capitalist* fornisce alle imprese il supporto necessario affinché possano evolvere verso la quotazione nei mercati regolamentati o verso acquisizioni (operazioni di *buyout*).

Gran parte dell'attività del *venture capital*, dunque, nel 2008 si è concentrata sul finanziamento delle imprese con buone prospettive di crescita e di quelle realtà aziendali che hanno raggiunto una certa maturità e che hanno bisogno di sostegno per passare ad un'offerta pubblica iniziale (IPO) o di acquisizione.

Figura 5.3 – La distribuzione del capitale investito nel venture capital negli Stati Uniti



Fonte: Nostra elaborazione da dati NVCA

Tuttavia, si rileva che, al momento, il numero di aziende mature che continuano ad avere bisogno di finanziamenti ha raggiunto un livello record a causa delle difficoltà riscontrate dalle stesse ad evolvere verso la quotazione o l'acquisizione. Nel 2008, infatti, solo sei società sono riuscite a realizzare un'IPO e i proventi derivanti da acquisizioni sono diminuiti più del 50%. Un siffatto stato di cose comporta una riduzione di capitali che possono essere rimessi in circolazione per realizzare investimenti futuri. Ciò, tuttavia, rappresenta una circostanza eccezionale per gli Stati Uniti se si tiene conto che non si verificava una situazione simile dal 1970.

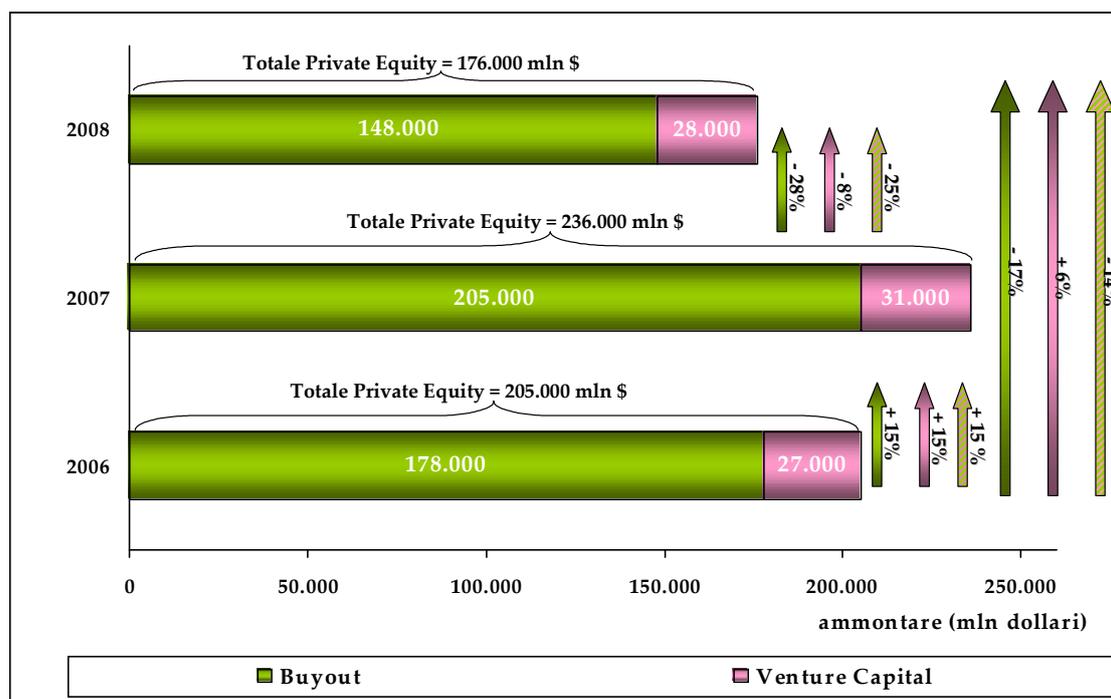
Si osserva comunque che, nonostante l'attenzione dei *venture capitalist* sia maggiormente rivolta verso realtà di più grandi dimensioni e mature, il finanziamento delle imprese nella fase *seed e early* presenta livelli interessanti.

Considerando, infine, che negli Stati Uniti l'attività istituzionale nel capitale di rischio comprende nel suo complesso oltre all'attività svolta dal *venture capital* anche il *buy-out*, per completare l'analisi del mercato statunitense si analizza l'andamento del *private equity* nell'ultimo triennio.

Come mostrato nella successiva figura 5.4, nel 2008 i capitali raccolti complessivamente negli Stati Uniti ammontano a 176.000 milioni di dollari, di cui solo 148.000 milioni di dollari

destinati alla realizzazione di operazioni *buy-out*. Questa tipologia di operazioni rappresenta, infatti, il centro propulsore del *private equity* statunitense.

Figura 5.4 – L'evoluzione del mercato del *private equity* negli Stati Uniti



Fonte: Nostra elaborazione da dati NVCA

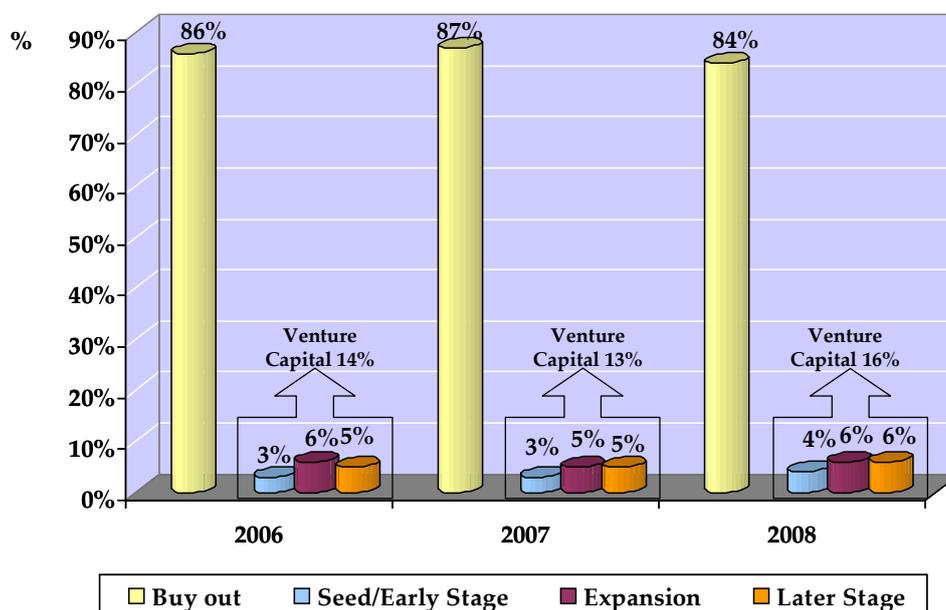
Si osserva che l'entità del *buy-out* si ripercuote con particolare enfasi sul *private equity* sia positivamente che negativamente. Rispetto all'anno precedente, infatti, si è registrato un decremento delle risorse del *private equity* pari al 25% imputabile per gran parte alla riduzione dei capitali raccolti attraverso operazioni di acquisizione di quote.

Si rileva, infine, che nonostante si sia rilevato un modesto incremento tra il 2006 e il 2007, nel triennio il mercato del *private equity* presenta una riduzione globale pari al 14%.

Nella successiva figura 5.5 si descrive in termini percentuali come nel triennio in esame si sono distribuiti i capitali raccolti attraverso il *private equity* nei diversi momenti della vita dell'impresa in cui tale fenomeno può realizzarsi.

Come si nota dal grafico riportato nella figura 5.5, la posizione predominante del *buy-out* è nuovamente confermata. Le operazioni in questione, infatti, assorbono mediamente l'86% delle risorse raccolte dal *private equity* contro una media del 14% investita nel *venture capital*.

Figura 5.5 – La distribuzione del private equity negli Stati Uniti



Fonte: Nostra elaborazione da dati NVCA

5.7 Il private equity in Europa

Lo sviluppo del capitale di rischio in Europa è stato, rispetto agli Stati Uniti, più lento ad eccezione del Regno Unito. In particolare, è possibile affermare che il mercato del *private equity* in Europa nasce a seguito dell'evoluzione che tale settore ha registrato nel contesto inglese.

La tardiva diffusione del *private equity* in Europa è da ricondurre innanzitutto agli ostacoli derivanti dal quadro normativo e fiscale, ma anche a fattori di carattere culturale quali la scarsa propensione al rischio da parte degli investitori e l'avversione verso l'«intromissione» in azienda di operatori esterni³⁴⁹.

Nonostante si rilevi che i primi interventi in termini di investimento realizzato da fondi comuni risalgono al 1800 e che già negli anni Quaranta, alle imprese con elevate prospettive di crescita, si fornivano risorse finanziarie sotto forma sia di capitale di rischio che di debito a medio-lungo termine, la nascita di un vero e proprio mercato del *private equity* nel Regno Unito è da ricondursi ai primi anni Ottanta. Prima di tale data, infatti, il grado di sviluppo del mercato del capitale di rischio in tale Paese è da considerarsi antiquato rispetto a quello statunitense.

³⁴⁹ Cfr. MAGLIOCCO A.– SANELLI A., *Tassazione e sviluppo*, op. cit., pag. 15.

In questi anni, infatti, sulla base della rilevanza strategica dello sviluppo di nuove tecnologie e della difficoltà da parte soprattutto di piccoli imprenditori di reperire i capitali necessari, il Consiglio europeo sostenne la creazione di un ufficio di collegamento tra gli operatori del settore con sede a Bruxelles, il *Venture Capital Liaison Office*. Successivamente, inoltre, sempre ad opera degli organi comunitari, si istituì un'associazione dei principali operatori attivi sul territorio europeo, la *European Venture Capital Association (EVCA)*³⁵⁰, con lo scopo di promuovere e sviluppare il mercato del capitale di rischio in tutti i Paesi europei. Si dette così inizio al processo di creazione di un mercato europeo del capitale di rischio con l'obiettivo di renderlo sempre più somigliante a quello statunitense³⁵¹.

In Europa, tuttavia, anche se negli ultimi anni il *private equity* sta registrando significativi segnali di crescita, sia dal punto di vista qualitativo che quantitativo, estendendo i propri confini geografici ed operativi, la dimensione del mercato del *private equity* non è ancora paragonabile a quella che presenta invece il mercato statunitense. In realtà, si osserva che il mercato europeo presenta dimensioni ridotte rispetto alle sue potenzialità e il suo sviluppo è sollecitato da fattori di diversa natura quali la ristrutturazione di molti gruppi industriali, le questioni legate alla successione nelle imprese familiari di dimensioni contenute, il lancio di nuove iniziative imprenditoriali soprattutto ad elevato contenuto tecnologico.

Si rileva, inoltre, che il mercato europeo dell'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio si caratterizza per una considerevole segmentazione geografica.

Nel 2008 il mercato del *private equity* nei principali Paesi europei, nonostante la crisi finanziaria e la conseguente contrazione del credito, presenta in ciascun Paese, rispetto all'anno precedente, un andamento positivo in termini di società finanziate ad eccezione del Regno Unito, in cui, come evidenziato nel paragrafo seguente, si rileva un decremento. Un incremento considerevole si è invece registrato in Italia, in cui il numero di società finanziate è cresciuto in misura del 13%³⁵² e in Germania con un incremento pari al 18%³⁵³.

Tale situazione è schematizzata nella seguente figura 5.6.

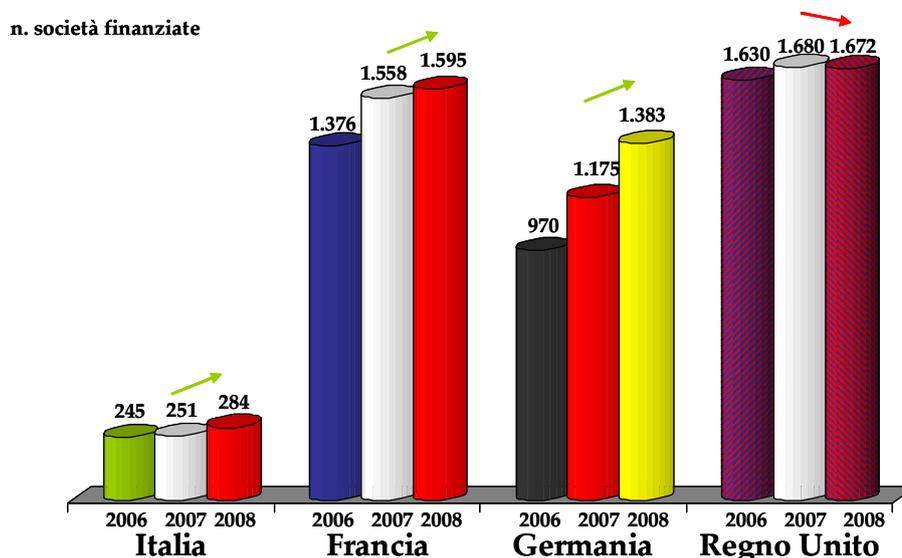
³⁵⁰ Attualmente l'EVCA comprende oltre 1.300 membri in 53 paesi. Sul sito www.evca.eu è possibile reperire ulteriori informazioni.

³⁵¹ Cfr. GERVASONI A.– SATTIN F.L., *Private equity*, op. cit., pag. 17-19.

³⁵² Per l'analisi del mercato del *private equity* in Italia si rimanda al capitolo 4, paragrafo 4.6, del presente lavoro.

³⁵³ Per l'analisi del mercato del *private equity* in Germania si rimanda al successivo paragrafo 5.7.3 del presente lavoro.

Figura 5.6 –L’evoluzione del mercato del private equity in Europa nel triennio 2006-2008



Fonte: Nostra elaborazione da dati AIFI, AFIC, BVK, BVCA

Dal grafico precedente si evidenzia anche che la presenza dell’Italia nel mercato del *private equity*, se confrontata agli altri Paesi europei, è alquanto marginale e in via di sviluppo.

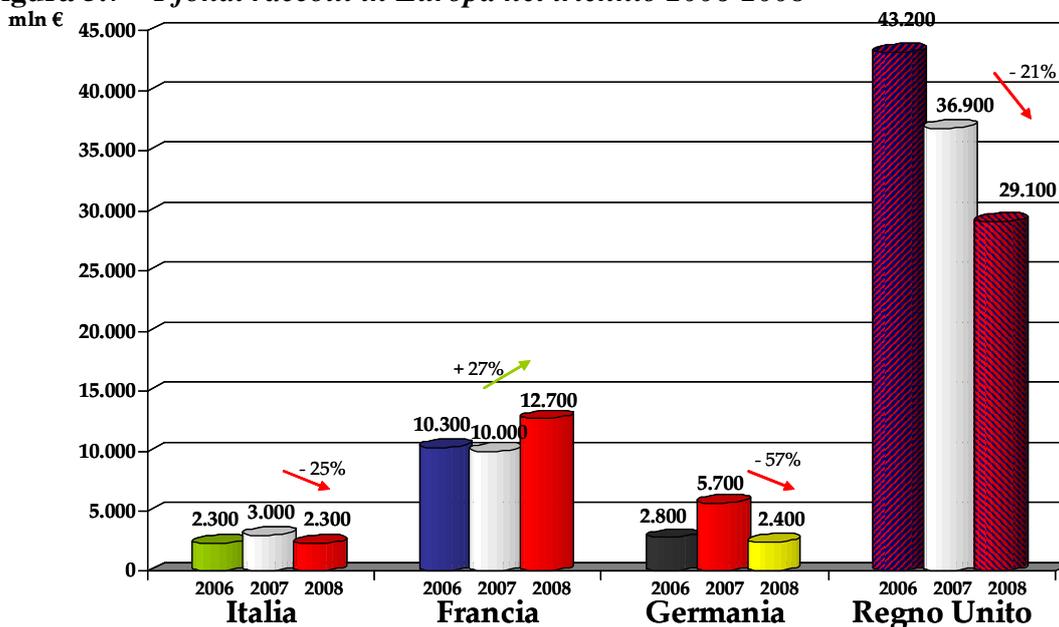
In Europa con riferimento alla raccolta di fondi e ai capitali investiti tramite il *private equity* il mercato di maggiore rilievo rimane il Regno Unito seguito dalla Francia³⁵⁴. In Gran Bretagna, infatti, i fondi raccolti ammontano approssimativamente a 29.100 milioni di euro e le risorse investite sono pari a circa 25.200 milioni di euro, mentre in Francia si rilevano quasi 12.700 milioni di euro di raccolta fondi e più o meno 10.000 milioni di euro di capitali investiti.

Per quanto riguarda la raccolta di fondi, come rappresentato nella seguente figura 5.7, nel 2008 rispetto all’anno precedente in Francia si è registrato un incremento significativo pari al 27%, a differenza degli altri Paesi in cui, invece, si è verificato un decremento che varia dal 57% della Germania al 21% del Regno Unito.

Si osserva, inoltre, che dal lato della raccolta in Europa si riscontra una certa eterogeneità in relazione alla tipologia di investitori da cui provengono le risorse impiegate per la realizzazione delle operazioni di *private equity*.

³⁵⁴ Per l’analisi del mercato del *private equity* in Francia si rimanda al successivo 5.7.2 del presente lavoro.

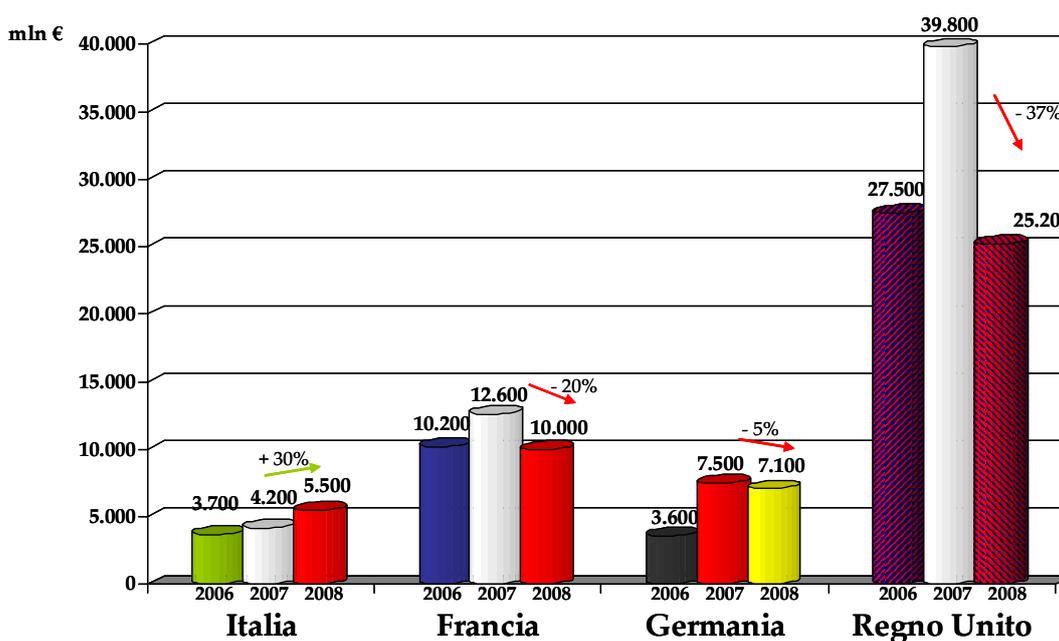
Figura 5.7 – I fondi raccolti in Europa nel triennio 2006-2008



Fonte: Nostra elaborazione da dati AIFI, AFIC, BVK, BVCA

Dal profilo degli investimenti è l'Italia, invece, l'unico Paese a presentare un notevole incremento (pari al 30%) rispetto all'anno precedente. Negli altri Paesi si denota, infatti, una riduzione dei capitali investiti che oscilla fra il 37% del Regno Unito e il 5% della Germania.

Figura 5.8 – I capitali investiti in Europa nel triennio 2006-2008



Fonte: Nostra elaborazione da dati AIFI, AFIC, BVK, BVCA

Il confronto fra il valore dei capitali investiti nei principali Paesi d'Europa è sintetizzato nella precedente figura 5.8.

Come emerge dalla successiva figura 5.9, in Europa la maggior parte dei fondi raccolti tramite il *private equity* nell'ultimo triennio è destinata ad operazioni di *buy-out*.

Gli investimenti in *private equity* sono poi impiegati in misura pressoché rilevante per realizzare operazioni che si riferiscono allo sviluppo dell'impresa ovvero sia alle operazioni di *expansion*.

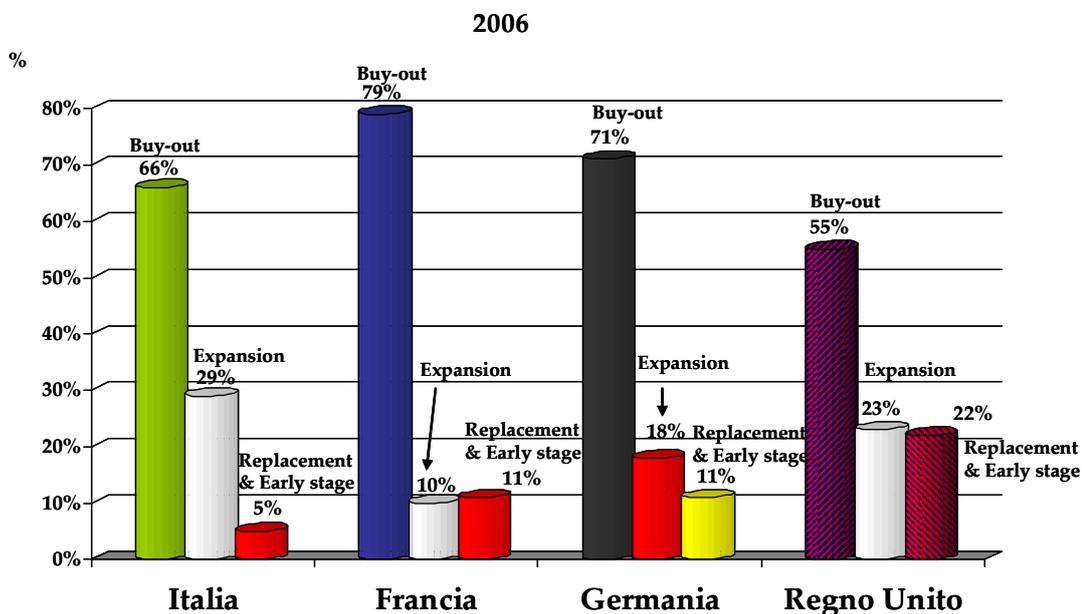
Il capitale investito in nuove imprese (*early stage*) e quello investito in operazioni che hanno per oggetto la sostituzione dei soci (*replacement*) risulta, invece, quasi irrilevante in Francia e in Germania.

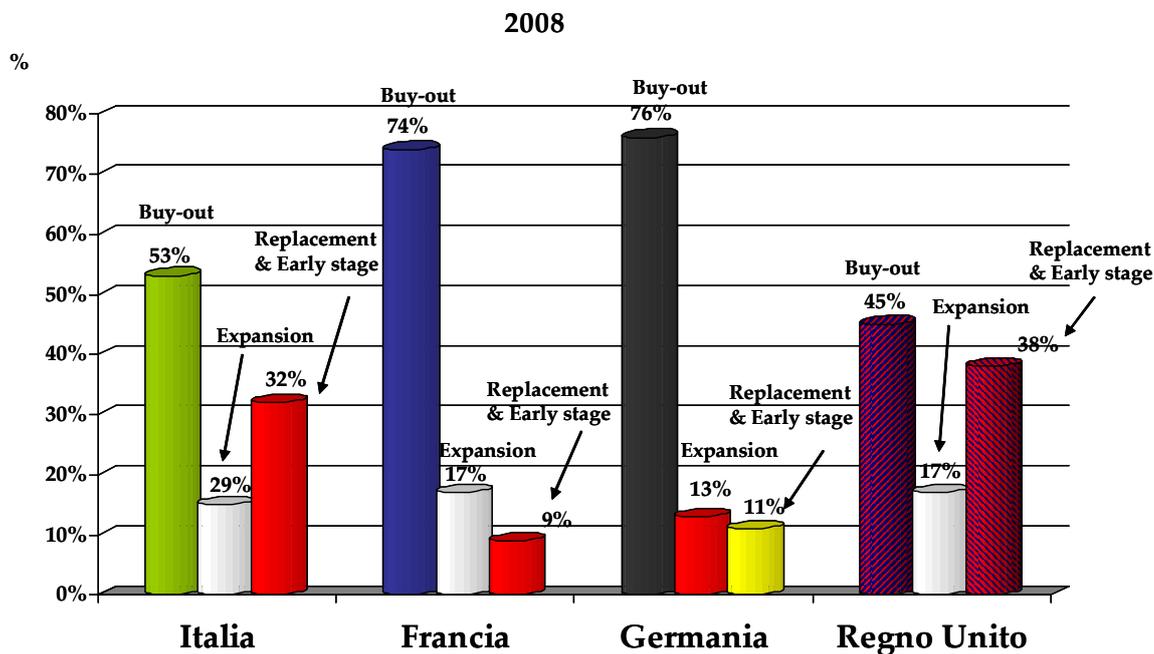
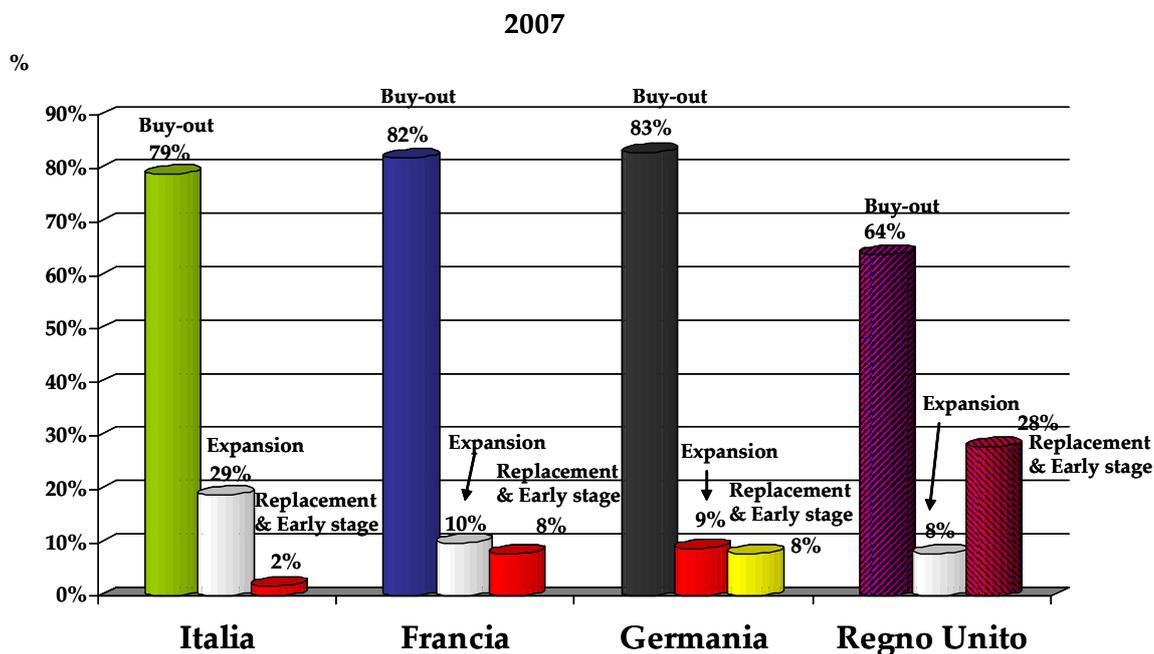
In Italia, come si è già avuto modo di sottolineare nel quarto capitolo 4 del presente lavoro, invece, le operazioni di *replacement* hanno registrato nell'ultimo anno un notevole incremento.

Infine, nell'ultimo anno si rileva che l'attività di disinvestimento ha subito un considerevole decremento in tutti i principali Paesi europei collegato al tracollo delle quotazioni.

Nei paragrafi seguenti si descrive brevemente il mercato del *private equity* in ciascun Paese europeo considerato, quali Regno Unito, Francia e Germania. In tali contesti particolarmente industrializzati, infatti, il *private equity* è considerato uno stimolo alla crescita economica e un importante fattore di innovazione.

Figura 5.9 – La distribuzione del capitale investito nel private nel triennio 2006-2008





Fonte: Nostra elaborazione da dati AIFI, AFIC, BVK, BVCA

5.7.1 Il private equity nel Regno Unito

In Europa, come si è già avuto modo di sottolineare, il Regno Unito è il Paese che vanta il maggior grado di sviluppo del mercato del capitale di rischio. Questa tradizione più

consolidata in tema di *private equity* è da ricondurre innanzitutto ad una sorta di vantaggio temporale e in secondo luogo ad un quadro normativo particolarmente favorevole.

Tra i fattori che hanno favorito lo sviluppo del *private equity* nella realtà inglese, inoltre, si segnala la dinamicità in termini di crescita di produttività del sistema imprenditoriale inglese, l'efficienza delle Borse, la presenza di istituzioni finanziarie adeguate a supportare gli interventi in questione nonché la diffusione della *limited partnership* inglese, che rappresenta la forma giuridica più comune per la gestione dei fondi di *private equity* la quale consente di limitare la responsabilità degli investitori e di garantire la trasparenza fiscale. La *limited partnership*, infatti, nel Regno Unito non è tassabile non essendo considerata, sotto il profilo fiscale, una stabile organizzazione se costituita all'estero ma operante nel Regno Unito³⁵⁵. Si sottolinea a tal proposito che la natura e i vantaggi della *limited partnership* inglese hanno indotto molti operatori del settore, in particolare statunitensi, a localizzare la propria sede legale nel Regno Unito³⁵⁶.

Ciononostante, con riferimento al 2008, nel Regno Unito si avverte un peggioramento nelle condizioni di finanziamento e si rileva il più basso ammontare di investimenti in *private equity* registrato negli ultimi tre anni.

Gli investimenti nel 2008 ammontano, infatti, a 20.025 milioni di sterline e le imprese finanziate sono pari a 1.672 rispetto a 31.634 milioni di sterline e 1.680 imprese coinvolte nel 2007 e 21.853 milioni di sterline e 1.630 imprese finanziate nel 2006. Tuttavia, ad eccezione dell'andamento straordinario registrato nel 2006 (anno in cui si è registrato il record) e nel 2007, la tendenza rilevata nel 2008, se rapportata al decennio nel suo complesso, si presenta ugualmente significativa. Gli investimenti realizzati nel 2008, infatti, corrispondono quasi agli investimenti realizzati globalmente nel 2004 e nel 2005, mentre superano l'ammontare degli stessi realizzati complessivamente nel 2001, 2002 e 2003.

Si osserva che le considerazioni sul mercato del *private equity* nel Regno Unito si basano sulle informazioni raccolte e diffuse dalla *British Private Equity and Venture Capital Association* (BVCA) che è l'organismo che si occupa e sostiene le politiche relative agli investimenti istituzionali nel capitale di rischio in Gran Bretagna³⁵⁷.

Nella seguente figura 5.10 si evidenzia l'evoluzione del mercato inglese del *private equity* registrato nell'ultimo triennio, in termini di ammontare investito e di imprese finanziate.

³⁵⁵ Cfr. TOMASCHU' A., *Gli aspetti fiscali*, in GERVASONI A.– SATTIN F.L., *Private equity*, op. cit., pag. 243.

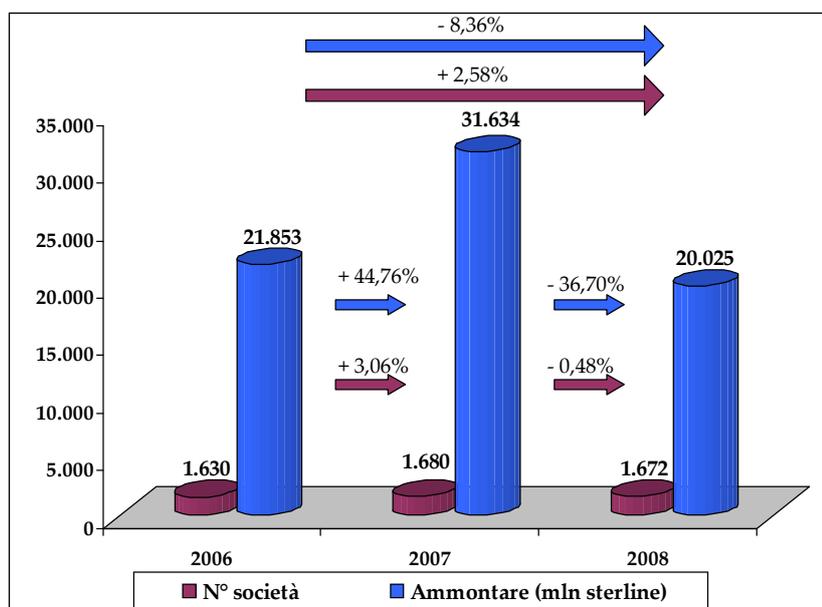
³⁵⁶ Cfr. GERVASONI A.– BECHI A., *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana*, Il Mulino, Bologna, 2007, pag. 88-89.

³⁵⁷ Per ulteriori informazioni si visiti il sito www.bvca.co.uk.

Confrontando i dati del 2008 con quelli relativi ai due anni precedenti, si attesta che nel triennio 2006-2008 l'ammontare investito ha registrato un decremento pari a 8,36% e il numero delle società finanziate è invece aumentato in misura del 2,58%.

Il decremento registrato nel 2008 rispetto al 2007 in termini di ammontare investito è pari al 36,70% contro un incremento pari al 44,76% registrato nell'anno precedente. Con riferimento al numero di società finanziate, invece, la riduzione registrata nell'anno in esame è minima e pari allo 0,48% a fronte di un incremento pari al 3,06% registrato nell'anno precedente.

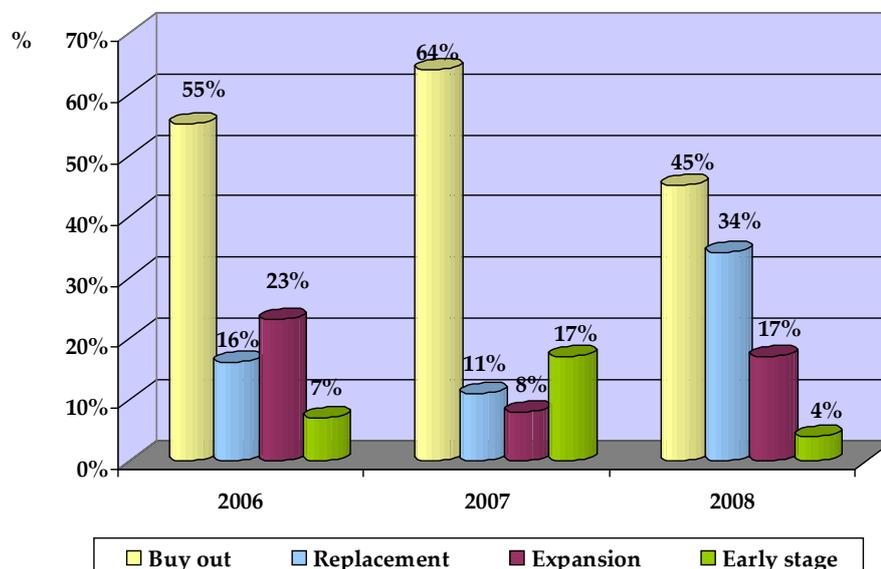
Figura 5.10 – L'evoluzione del mercato del private equity nel Regno Unito



Fonte: Nostra elaborazione da dati BVCA

Come rappresentato dalla successiva figura 5.11, nell'ultimo triennio, la maggior parte del capitale raccolto tramite il *private equity* è investito in operazioni di acquisizione di quote (*buy-out*), mentre l'investimento destinato a realizzare operazioni di *replacement*, *expansion* o *early stage* presenta un andamento altalenante.

Figura 5.11 – La distribuzione del capitale investito nel private equity nel Regno Unito



Fonte: Nostra elaborazione da dati BVCA

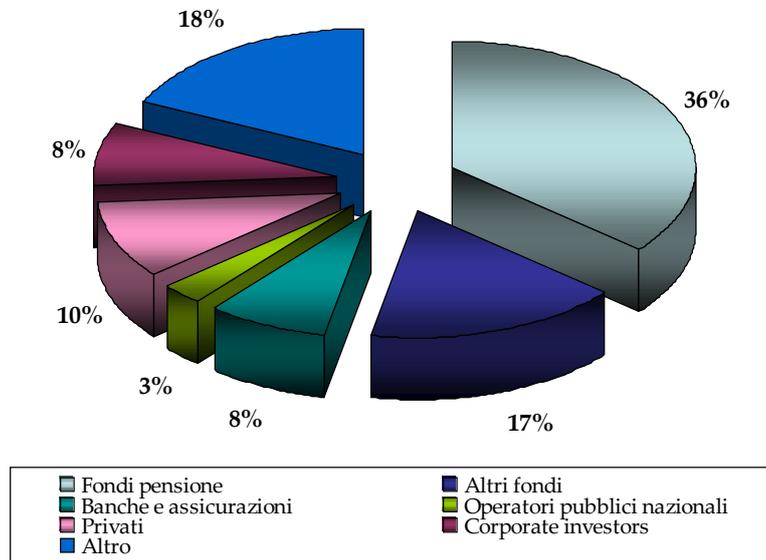
Nel Regno Unito le principali categorie di operatori attivi nelle operazioni di investimento nel capitale di rischio delle imprese sono:

- fondi pensione, che nel 2008 coprono complessivamente il 36% del mercato, mentre nel 2007 e nel 2006 rappresentavano rispettivamente il 23% e il 29% dello stesso;
- altri fondi, o altrimenti definiti fondi di fondi, i quali nel 2008 detengono il 17% del mercato, contro il 21% nel 2007 e il 26% nel 2006;
- operatori privati, i quali nel 2008, rappresentano il 10% dell'intero mercato, mentre nel 2007 coprono l'8% dello stesso contro il 6% del 2006;
- banche e compagnie di assicurazione, che nel 2008 detengono l'8% del mercato registrando un notevole decremento rispetto al 2007 in cui si è coperto il 27% del mercato e al 2006 in cui si è registrata una copertura pari al 19%;
- operatori pubblici nazionali, nel 2008 detentori di una modesta quota di mercato pari al 3% a fronte dell'12% registrato nel 2007 e il 13% del 2006.

La distribuzione dell'attività di *private equity* nel Regno Unito nel 2008 fra gli operatori attivi classificati per tipologia è rappresentata nella figura 5.12 mentre nella figura 5.13 si schematizza l'evoluzione di tali operatori, registrata negli ultimi tre anni.

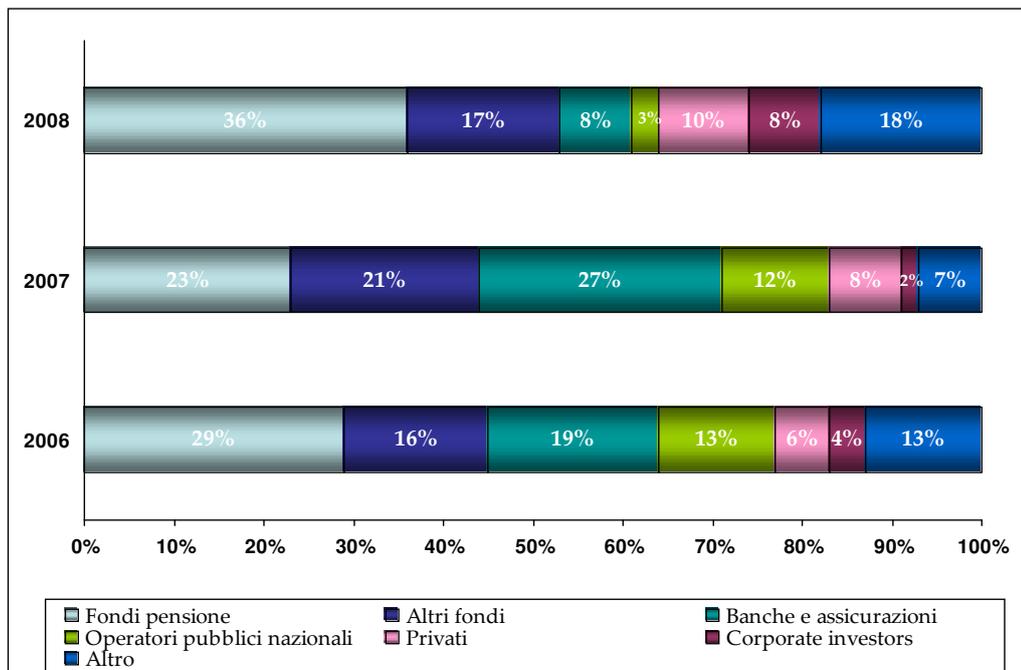
Si osserva che nella categoria «Altro» si includono le istituzioni accademiche, le fondazioni e tutte le altre categorie di operatori che si occupano di investimenti istituzionali nel capitale di rischio.

Figura 5.12 – Distribuzione per tipologia degli operatori di private equity nel Regno Unito nel 2008



Fonte: Nostra elaborazione da dati BVCA

Figura 5.13 – Gli operatori di private equity nel Regno Unito



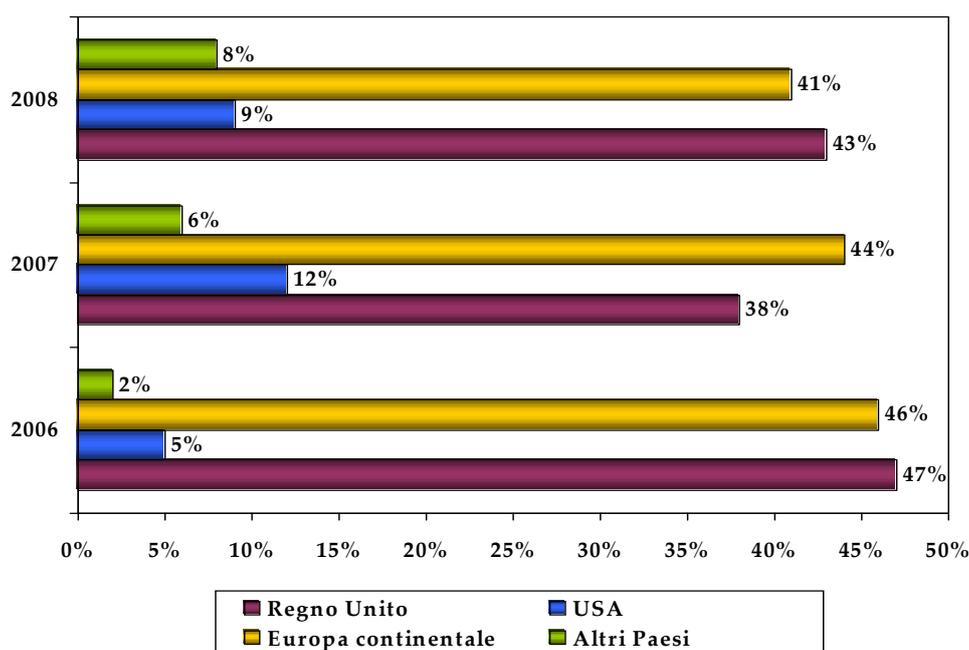
Fonte: Nostra elaborazione da dati BVCA

Come si nota dalla figura 5.13, nel triennio la crescita più sostenuta si registra nei fondi pensione, i quali hanno conquistato una quota sempre più significativa del mercato del

private equity; il decremento più significativo si è, invece, riscontrato con riferimento alle banche e compagnie di assicurazione e agli operatori pubblici nazionali.

A conclusione dell'analisi del mercato del *private equity* nel contesto inglese, si rileva che, come evidenziato nella successiva figura 5.14, la maggior parte del capitale investito è destinato a realizzare tali operazioni nel Regno Unito e nell'Europa continentale. Infatti, nel 2008 l'ammontare investito nelle aziende del Regno Unito è pari al 43%, contro il 41% investito nell'Europa continentale. Di modesta entità risulta, invece, il capitale destinato ad altri Paesi e in particolare agli Stati Uniti. Tale tendenza è in linea di massima confermata negli anni precedenti e nel corso del triennio.

Figura 5.14 – La distribuzione geografica del capitale investito nel *private equity* nell'ultimo triennio nel Regno Unito



Fonte: Nostra elaborazione da dati BVCA

5.7.2 Il *private equity* in Francia

L'esperienza francese con riferimento al *private equity* si caratterizza per la varietà di strumenti impiegati, nonché per l'intervento incentivante costante nel tempo e rivolto in modo articolato all'intero Paese.

In Francia, infatti, così come nel Regno Unito, si sono adottate misure rivolte al sostegno del mercato del *private equity* sin dalla metà degli anni Ottanta.

Tuttavia, nel presente studio, si preferisce focalizzare l'attenzione sugli interventi più recenti e in particolare sulle misure rivolte a sviluppare e consolidare il mercato del *private equity* adottate dal governo francese negli ultimi dieci anni.

Uno dei principali canali di intervento del governo francese è rappresentato dalla *Caisse de Depots* la quale, attraverso la società di gestione *Cdc Entreprise*, ha svolto un ruolo attivo nel supportare le società private francesi tramite la creazione, a partire dal 1998, di fondi destinati ad investimenti in Fondi di *venture capital* (i cosiddetti *Fondi di Fondi*). Ciò ha avuto come conseguenza la nascita di diverse realtà di *venture capital*.

Il governo francese, inoltre, ha implementato una politica di defiscalizzazione in modo da facilitare la raccolta di fondi da investire in operazioni di *private equity*. Ciò ha consentito di ridurre le distanze che separavano la Francia da altri Paesi più evoluti in tale settore, come il Regno Unito. Di particolare rilievo a tal proposito è l'introduzione nel 1983 dei *fonds communs de placement en capital-risque* (FCPR) e nel 1997 dei *fonds communs de placement dans l'innovation*, i quali sono assistiti da agevolazioni fiscali a favore dei sottoscrittori³⁵⁸. Questi fondi, gestiti di frequente da società di gestione dipendenti da una banca o da un'assicurazione, hanno contribuito notevolmente al sostegno del *private equity* in Francia anche nei periodi di crisi grazie alla loro capacità di garantire liquidità nel sistema.

Nel Paese in esame, inoltre, esistono dei programmi di incentivazione rivolti all'attività di ricerca e sviluppo delle piccole e medie imprese al fine di sostenerle durante i primi anni di vita quando l'intervento di un investitore istituzionale non è ancora proponibile. Tali interventi sono promossi da un'organizzazione pubblica, l'Oseo, che opera su scala nazionale dal 1997 e che persegue tali obiettivi sostenendo l'innovazione e la crescita delle piccole e medie imprese francesi.

Grazie alla politica governativa adottata, in Francia, a differenza del nostro Paese, gli imprenditori quindi sono in grado di comprendere le logiche del *private equity* e di rapportarsi con tale tipologia di investitore istituzionale.

Si precisa che le successive considerazioni sul mercato del *private equity* francese si basano sulle informazioni diffuse dalla *Association Française des Investisseurs en Capital* (AFIC) creata nel 1984 con l'obiettivo di rappresentare e promuovere l'attività di investimento nel capitale di rischio attraverso investitori istituzionali, imprese e operatori

³⁵⁸ In particolare, i soggetti privati che investono in questi fondi chiusi godono di una detrazione d'imposta compresa tra il 50% e il 75% dell'ammontare investito.

pubblici. Attualmente l'AFIC è l'unica associazione professionale specializzata su tale attività di investimento operante in Francia³⁵⁹.

Pertanto, sulla base dei dati AFIC si osserva che l'attività del capitale di rischio in Francia si è mantenuta ad un livello elevato anche nel 2008 nonostante l'ambiente economico si sia rivelato meno solido rispetto alla tendenza registrata negli anni precedenti.

Nel dettaglio, gli investimenti realizzati nel 2008 ammontano, infatti, a 10.000 milioni di euro e il numero di imprese finanziate è pari a 1.595 contro 12.600 milioni di euro e 1.558 imprese coinvolte nel 2007 e 10.200 milioni di euro e 1.376 imprese finanziate nel 2006.

In particolare, si osserva che a fronte di una riduzione nel 2008 dei capitali investiti pari al 20,63% rispetto al valore registrato nell'anno precedente, si rileva comunque un incremento pari al 2,37% del numero delle imprese finanziate attraverso l'attività di *private equity*.

Confrontando i dati del 2008 con quelli relativi ai due anni precedenti, si attesta inoltre che nel triennio 2006-2008 le operazioni realizzate sono aumentate in misura del 15,92% mentre l'ammontare investito ha registrato un decremento pari al 1,96%.

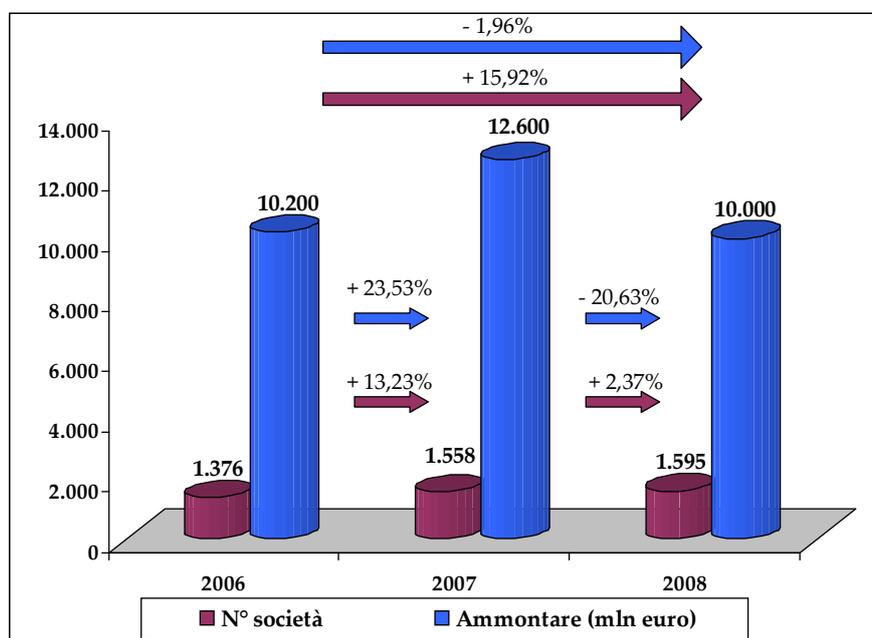
Si osservi comunque che l'incremento più significativo, sia con riferimento al numero di operazioni effettuate che all'ammontare investito, si è registrato tra il 2006 e il 2007. In tale periodo si rileva, infatti, un incremento in termini di ammontare investito pari al 23,53% e in termini di numero di società finanziate pari al 13,23%.

L'evoluzione del mercato francese del *private equity* registrato nell'ultimo triennio, in termini di ammontare investito e di imprese finanziate, è rappresentato nella seguente figura 5.15 .

Con riferimento alla figura 5.16, invece, si può affermare che nell'ultimo triennio la maggior parte del capitale è investito in operazioni di acquisizione di quote (*buy out*), rispettano la tendenza registrata anche negli altri Paesi dell'Europa continentale. La percentuale più alta di investimento si osserva poi con riferimento ad operazioni tramite le quali si perseguono progetti di sviluppo (*expansion*). Di entità esigua sono, invece, gli investimenti destinati a nuove imprese (*early stage*) e alla sostituzione dei soci (*replacement*).

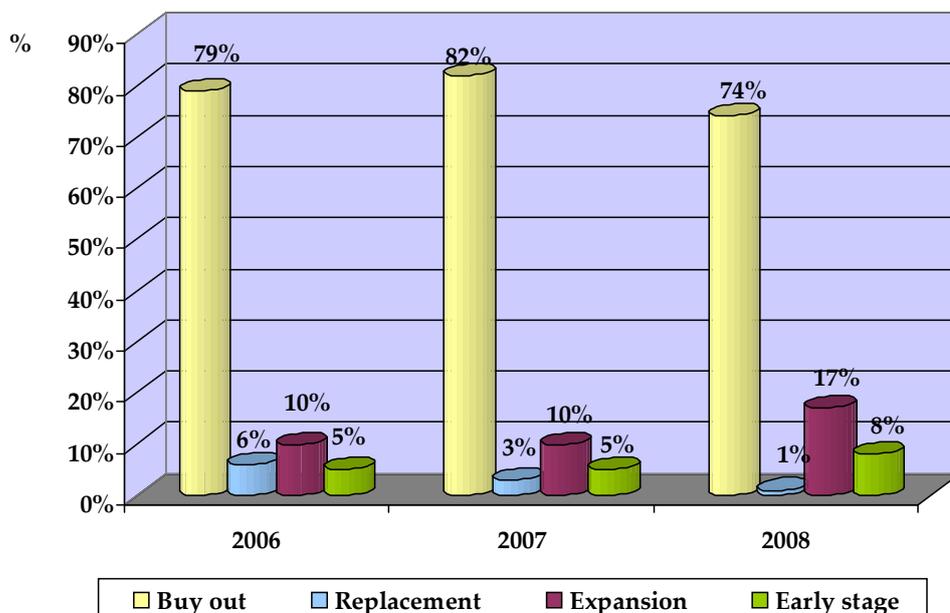
³⁵⁹ Per ulteriori informazioni si visiti il sito www.afic-data.com.

Figura 5.15 – L'evoluzione del mercato del private equity in Francia



Fonte: Nostra elaborazione da dati AFIC

Figura 5.16 – La distribuzione del capitale investito nel private equity in Francia



Fonte: Nostra elaborazione da dati AFIC

Come si evince dalle seguenti figure 5.17 e 5.18, in conformità a quanto già descritto in precedenza, i principali operatori francesi nelle operazioni di investimento nel capitale di

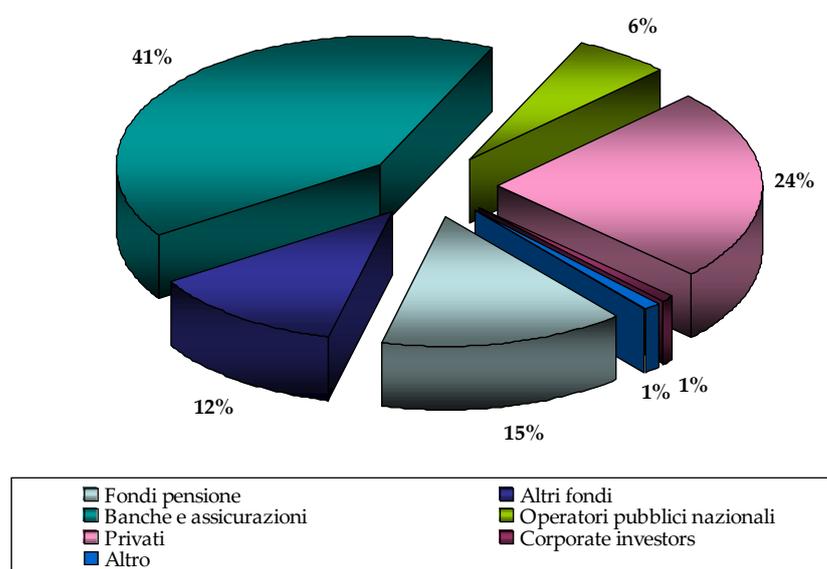
rischio risultano essere le banche e le imprese di assicurazioni che nel 2008 coprono complessivamente il 41% del mercato, contro il 34% del 2007 e il 36% del 2006.

Ad un livello immediatamente successivo si collocano gli operatori privati i quali nel 2008 detengono il 21% del mercato, contro il 18% rilevato nel 2007 e nel 2006.

Per i fondi pensione e per i cosiddetti fondi di fondi si rileva una presenza modesta commisurata, nel 2008, rispettivamente dal 15% e dal 12% del mercato. Per i fondi pensione tale andamento è approssimativamente confermato nel corso del triennio, mentre con riferimento ai fondi di fondi si rileva, invece, un leggero decremento. Infine, si riscontra che la presenza sul mercato degli operatori pubblici nazionali e quella dei *corporate investors* risultano particolarmente moderate.

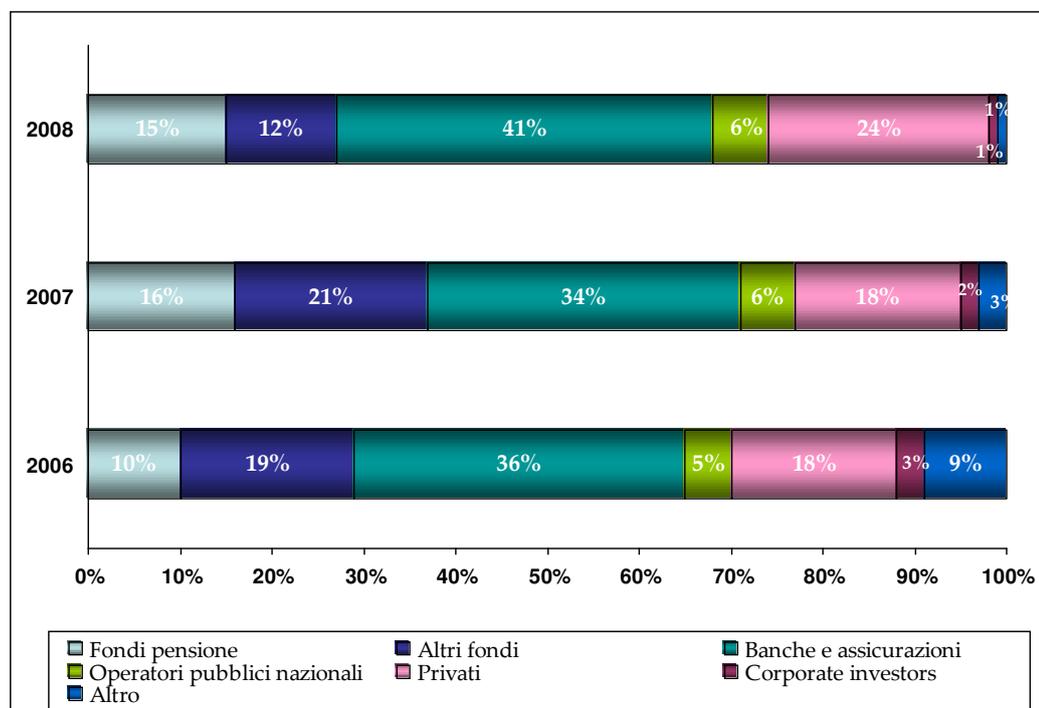
Per completezza si ricorda che nella categoria «Altro», che detiene una percentuale minima del mercato, si includono le istituzioni accademiche, le fondazioni e tutte le altre categorie di operatori che si occupano di investimenti istituzionali nel capitale di rischio.

Figura 5.17 – Distribuzione per tipologia degli operatori di private equity in Francia nel 2008



Fonte: Nostra elaborazione da dati AFIC

Figura 5.18 – Gli operatori di private equity in Francia



Fonte: Nostra elaborazione da dati AFIC

5.7.3 Il private equity in Germania

Le prime società di *private equity* in Germania sono state fondate, soprattutto grazie all'intervento delle banche tedesche, nella seconda metà degli anni Sessanta.

Lo sviluppo del *private equity* in Germania ha presentato, pertanto, un andamento molto lento attribuibile all'inadeguatezza delle fonti di finanziamento a soddisfare le esigenze delle nuove imprese, all'inesistenza di misure fiscali incentivanti e soprattutto al pregiudizio nei confronti del capitale di rischio quale alternativa al ricorso al finanziamento bancario. Questi fattori negativi derivano sostanzialmente dall'ambiente finanziario banco-centrico che caratterizza il mercato tedesco.

Un'inversione di tendenza si è poi registrata a partire dal 1996. In questi anni, infatti, la crescita è stata molto elevata e ha in parte colmato il ritardo che separava la Germania dagli altri Paesi che presentano lo stesso livello di maturità economica³⁶⁰.

³⁶⁰ Per approfondimenti sulle ricerche empiriche condotte sul mercato tedesco del *private equity* con riferimento soprattutto al finanziamento di imprese «giovani» si vedano: BRETTEL M., *Business angels in Germany: a research note*, in *Venture Capital*, vol. 5, n. 3, 1 luglio 2003, pag. 251-268, STEDLER H. R.– PETERS H. H., *Business angels in Germany: an empirical study*, in *Venture Capital*, vol. 5, n. 3, 1 luglio 2003, pag. 269-276 e

In Germania l'organismo che si occupa delle operazioni di *private equity* è la *Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK)* – Associazione tedesca *Private Equity e Venture Capital* con sede a Berlino e fondata nel 1989. Lo scopo dell'associazione, che conta attualmente 315 membri a piano titolo, è quello di creare le migliori condizioni possibili al fine di promuovere e sviluppare l'attività di investimento nel capitale di rischio³⁶¹.

Si osserva che nel triennio 2006-2008 il mercato del *private equity* in Germania si è sviluppato in maniera sorprendente.

In particolare, sulla base dei dati forniti dalla BVK, nel 2008 i capitali investiti nell'attività di *private equity* ammontano a 7.100 milioni di euro contro 7.500 milioni di euro del 2007, registrando un decremento pari al 5,33%. Per quanto riguarda il numero di imprese finanziate si rileva, invece, un incremento del 17,70% passando da 1.383 imprese nel 2008 a 1.175 imprese nel 2007. Il record si rileva, tuttavia, nel 2007, anno in cui in termini di capitali investiti si rileva un incremento pari a più del doppio rispetto ai capitali investiti nell'anno precedente, mentre dal lato del numero di imprese coinvolte si assiste ad un incremento pari al 21,13% e quindi più modesto. Una siffatta situazione determina un incremento complessivo registrato nel triennio in esame pari al 97,22% in termini di capitali investiti e in misura del 42,58% con riferimento al numero di imprese finanziate.

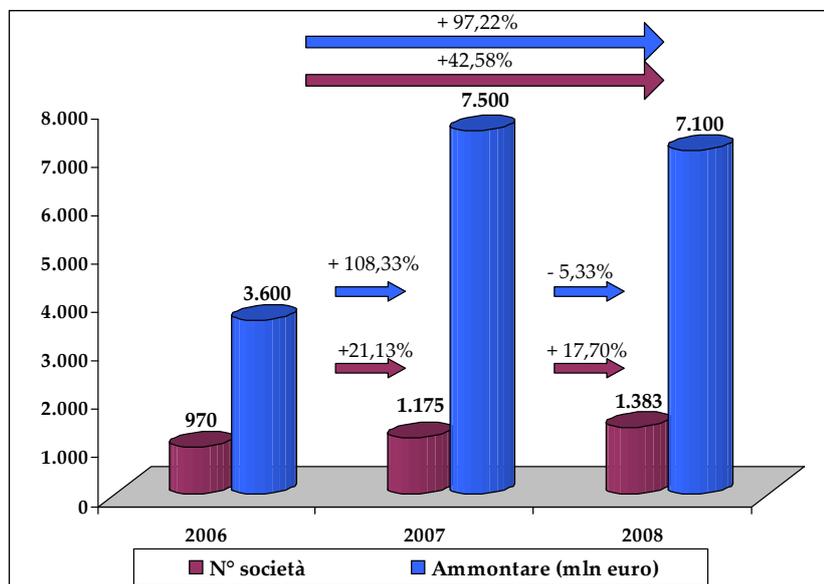
Nella figura 5.19 si rappresenta l'evoluzione del mercato tedesco del *private equity* registrato nell'ultimo triennio, in termini di ammontare investito e di imprese finanziate.

Anche in Germania, come negli altri Paesi dell'Europa continentale, nel triennio 2006-2008 la maggior parte del capitale raccolto tramite il *private equity* è investito prevalentemente in operazioni di acquisizione di quote (*buy-out*). Ad esse fanno seguito le operazioni che perseguono lo sviluppo della società (*expansion*), mentre gli investimenti nello stadio *early stage* e *replacement* sono pressoché irrilevanti. Tale situazione è descritta nella figura 5.20.

FARAG H.– HOMMEL U.– WITT P.– WRIGHT M., *Contracting, monitoring, and exiting venture investments in transitioning economies: a comparative analysis of Eastern European and German markets*, in *Venture Capital*, vol. 6, n. 4, 1 ottobre 2004, pag. 257-282.

³⁶¹ Ulteriori informazioni sono disponibili sul sito www.bvkap.de.

Figura 5.19 – L'evoluzione del mercato del private equity in Germania

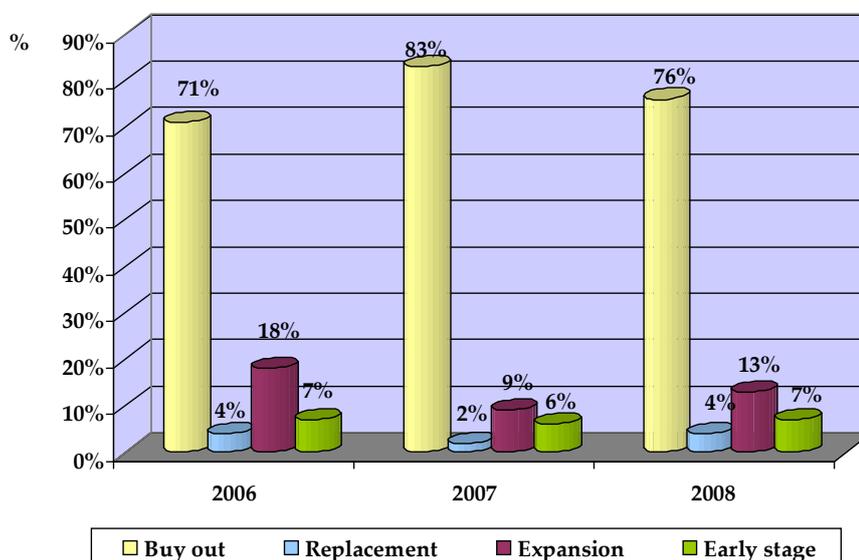


Fonte: Nostra elaborazione da dati BVK

I principali operatori di *private equity* sono rappresentati, anche in Germania, dalle banche e dalle società di assicurazione. Sulla base di quanto rappresentato nelle figure 5.21 e 5.22 si denota, tuttavia, che nel 2008 si assiste ad un ridimensionamento della presenza sul mercato di tali operatori a favore dei cosiddetti *corporate investors*, i quali detengono il 35% del mercato contro il 6% dell'anno precedente, registrando un incremento vertiginoso.

I fondi pensione, gli altri fondi e gli operatori pubblici nazionali rappresentano, invece, una quota piuttosto modesta e costante nel tempo del mercato.

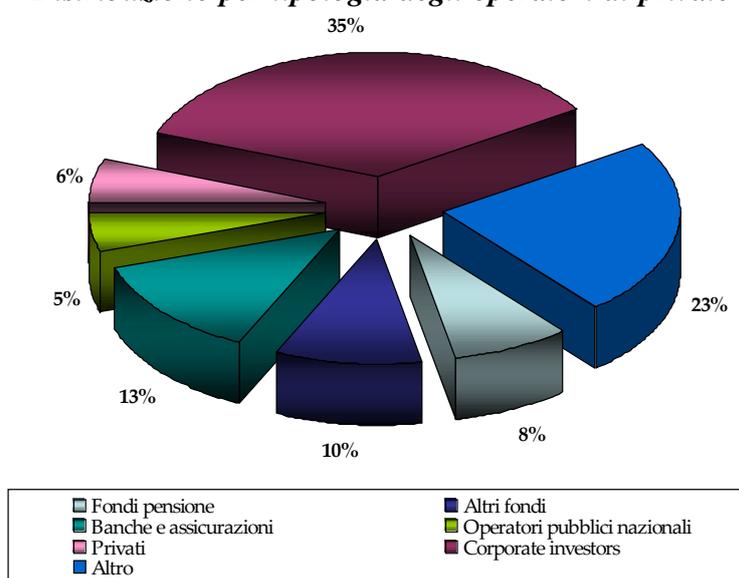
Figura 5.20 – La distribuzione del capitale investito nel private equity in Germania



Fonte: Nostra elaborazione da dati BVK

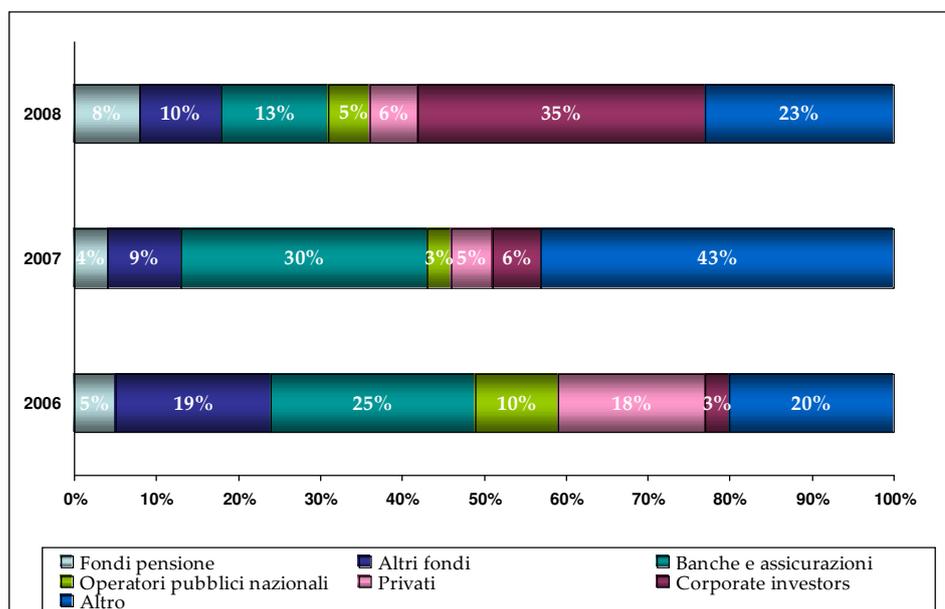
Particolarmente significativa è, inoltre, la presenza sul mercato detenuta dalla categoria «Altro» la quale include le istituzioni accademiche, le fondazioni e tutte le altre categorie di operatori che si occupano di investimenti istituzionali nel capitale di rischio. Si tratta, in realtà, di una classe di operatori particolarmente presente nel corso dell'intero triennio, soprattutto nel 2007 anno in cui detiene il 43% del mercato, e ridimensionata nell'ultimo anno per l'affermarsi dei *corporate investors*.

Figura 5.21 – Distribuzione per tipologia degli operatori di private equity in Germania nel 2008



Fonte: Nostra elaborazione da dati BVK

Figura 5.22 – Gli operatori di private equity in Germania



Fonte: Nostra elaborazione da dati BVK

Conclusioni

Il divario tra le competenze tecniche di un Paese e la sua inclinazione a promuovere l'imprenditorialità e l'innovazione si ripercuotono sulle caratteristiche del sistema finanziario dello stesso.

In particolare, accanto ai Paesi in cui si riscontra la diffusione di una cultura imprenditoriale che promuove lo sviluppo e che riesce a realizzare il giusto *mix* fra rischio e investimenti e fra proprietà e governo, esistono Paesi che, nonostante propendano per la creazione di una fiorente cultura tecnologica, si bloccano di fronte alle difficoltà incontrate nel reperire le risorse finanziarie necessarie. Tale contraddizione è ovviamente riscontrabile soprattutto nei Paesi europei, ad eccezione del Regno Unito in cui la prevalenza di un sistema finanziario orientato al mercato consente di superare le problematiche, espresse in termini di efficienza e di produttività, legate al finanziamento dell'impresa.

Se in tali contesti si vogliono perseguire obiettivi miranti al raggiungimento della crescita è necessario realizzare le opportune riforme, normative e fiscali, ma soprattutto culturali al fine di poter coniugare nel modo più profittevole possibile l'innovazione e la cultura imprenditoriale.

Tale traguardo può essere raggiunto rivolgendosi alle problematiche relative alla definizione degli investimenti e alla razionalizzazione e semplificazione delle regole la dovuta considerazione, soprattutto in quei Paesi, che pur essendo maturi per competere in un mercato globale, incontrano importanti limitazioni a causa della prevalenza di un sistema finanziario incentrato esclusivamente sulle banche.

Nello svolgimento del presente lavoro si è avuto modo di constatare che l'importanza di tali questioni sta lentamente ricevendo la necessaria attenzione da parte delle imprese operanti nelle realtà economiche analizzate, cosicché si sta assistendo alla timida introduzione di

strumenti alternativi di finanziamento e all'assunzione di atteggiamenti imprenditoriali in grado di attirare l'interesse degli investitori.

L'obiettivo da perseguire, quindi, è archiviare il ricorso massiccio al finanziamento bancario. Quest'ultimo, infatti, non può più essere considerato il veicolo finanziario esclusivo del sistema economico. In altri termini, pur ammettendo che per rilanciare lo sviluppo non si può prescindere dagli istituti di credito, è necessario ridimensionare (e non eliminare) il finanziamento erogato dalle banche.

Tale consapevolezza sta sviluppandosi anche nel nostro Paese in cui si è assistito, tra l'altro, all'introduzione degli strumenti finanziari partecipativi, fenomeno che, in realtà, sta ancora vivendo una fase iniziale.

Dallo studio condotto, infatti, è emerso che non sono ancora disponibili dati o statistiche che lo riguardano. In altri termini, non si è ancora constatata un'attività di emissione di tali strumenti degna di considerazione, anche da parte delle piccole e medie imprese. È possibile, pertanto, affermare che gli istituti in esame non hanno, almeno per il momento, riscosso particolare favore da parte degli operatori.

Le motivazioni di tale condotta devono essere probabilmente ricercate da una parte, nella identità poco definita degli strumenti finanziari partecipativi e nella conseguente assenza di solide basi normative a cui poter fare riferimento e dall'altra, nella scarsa propensione degli imprenditori italiani ad «accogliere» con benevolenza qualsiasi novità che possa mettere in discussione prassi ormai consolidate.

Si sta, tuttavia, prendendo coscienza del fatto che affinché le piccole e medie imprese italiane possano fronteggiare la globalizzazione dei mercati e l'innovazione tecnologica è necessario che le stesse innovino i propri processi organizzativi e risolvano le criticità nella gestione finanziaria. Si tratta, in altri termini, di ridefinire la struttura del passivo dei bilanci delle imprese a favore della capitalizzazione e ricorrendo a forme di finanziamento innovative.

Tuttavia, le società devono essere consapevoli che le misure adottate al fine di migliorare le condizioni di finanziamento non porteranno risultati immediati ma contribuiranno sicuramente a creare un ambiente imprenditoriale più ospitale.

In realtà, la ricapitalizzazione delle imprese e il ricorso a fonti di finanziamento alternative diventano esigenze ancora più stringenti se si considera la profonda crisi finanziaria che sta imperversando in tutto il mondo e che ha coinvolto soprattutto le banche, le quali incontrano difficoltà ad erogare nuove linee di credito e/o confermare quelle già esistenti.

La situazione finanziaria attuale potrebbe fornire alle imprese la spinta necessaria per ristrutturarsi purché le stesse comprendano che solo acquisendo risorse equilibrate e sostenibili nel tempo è possibile fare quel salto di qualità che consente loro di realizzare obiettivi ambiziosi di crescita e sviluppo.

Tutto ciò può realizzarsi, tuttavia, solo introducendo le necessarie riforme che, da una parte, tutelino gli investitori e dall'altra, incentivino le imprese a valutare in modo positivo il ricorso al mercato finanziario e a quello del *private equity*. Quest'ultimo, in particolare, potrebbe offrire alle imprese un prezioso contributo rivolto a promuovere la crescita e il consolidamento delle stesse senza necessariamente compromettere lo stretto rapporto fra imprenditore e impresa che spesso ne garantisce creatività e flessibilità. Le imprese italiane devono, in altri termini, prendere coscienza del patrimonio imprenditoriale di cui dispongono e devono dotarsi di strutture finanziarie moderne.

L'auspicio è che gli imprenditori italiani riescano a superare la crisi di fiducia che sembrerebbe coinvolgerli riconoscendo alla funzione finanza il ruolo cruciale che in realtà gli spetterebbe. Si ritiene, infatti, che solo seguendo tale orientamento sia possibile riuscire nell'intento di supportare lo sviluppo senza appesantire la struttura finanziaria dell'impresa.

BIBLIOGRAFIA

AA.VV., *Venture Capital Investors, Capital Markets, Valuation and Information: US, Europe and Asia*, in *Journal of International Entrepreneurship*, n. 2, Kluwer Academic Publisher, Netherlands, 2004

AGENZIA DELLE ENTRATE, *Circolare n. 26/E: Circolare IRES/2. Il nuovo regime di tassazione dei dividendi. D.Lgs. 12 dicembre 2003, n. 344*, 16 giugno 2004

AGENZIA DELLE ENTRATE, *Circolare n. 6/E: Risposte fornite in occasione di incontri con la stampa specializzata*, 13 febbraio 2006

AIFI, *La corporate governance*, in CARLOTTI M. (a cura di), *Tecniche di private equity*, Egea, Milano, 2006

ALOI F., *Le decisioni di finanziamento*, in *PMI*, n. 7, luglio 2004

AMADUZZI A.– PAOLONE G., *I bilanci di esercizio delle imprese*, UTET, Torino 1986

AMADUZZI A., *L'azienda nel suo sistema e nei suoi principi*, UTET, Torino, 1992

ANDERLONI L., *Tendenze evolutive del sistema creditizio belga*, in *Banche e Banchieri*, n. 5, 1994

ANDRIOLA M.– GALARDO S.M., *L'impatto dell'IRES sulla pianificazione fiscale delle imprese*, IPSOA, Milano, 2006

ANELLO P., *I riflessi tributari della nuova disciplina dei conferimenti in S.r.l.*, in *Corriere Tributario*, n. 5, 2004

ANOLLI M.– PATARNELLO A., *Intermediari e mercati finanziari in Francia*, Il Mulino, Bologna, 1991

ARGENZIANO R., *Il finanziamento delle imprese industriali*, Giuffrè, Milano, 1963

ARTINA V.– RIZZI R., *Il finanziamento soci nella riforma del diritto societario*, in *Pmi*, n. 7, luglio 2003

A.A.V.V., *Che cosa sono gli strumenti finanziari. La definizione di attività e passività finanziaria*, in *Guida ai principi contabili internazionali, modulo 7, Gli strumenti finanziari*, Il Sole 24 Ore, Aprile 2005

A.A.V.V., *La presentazione in bilancio degli strumenti finanziari*, in *Guida ai principi contabili internazionali, modulo 7, Gli strumenti finanziari*, Il Sole 24 Ore, Aprile 2005

- BAKER M., WURGLER J. (2002), *Market Timing and Capital Structure*, in *Journal of Finance*, n. 57, 2002
- BALZARINI P., *Certificati di investimento e titres participatifs: nuovi tipi di valori mobiliari*, in *Quadrimestre*, 1984
- BEI G., *Nuovo diritto societario e «private equity»: spunti di riflessione alla luce della riforma*, in *Le società*, n. 9, 2004
- BRETTEL M., *Business angels in Germany: a research note*, in *Venture Capital*, vol. 5, n. 3, 1 luglio 2003
- BRUGGER G., *La dinamica finanziaria dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 1980
- BRUGGER G., *Le decisioni finanziarie*, in PIVATO G. (a cura di), *Trattato di finanza aziendale*, Franco Angeli, Milano, 1990
- CALORI G., *Struttura del capitale: quale politica adottare?*, in *Amministrazione & Finanza*, n. 11, 15 giugno 2006
- CAMPANINI C.– CAPODAGLIO G., *Introduzione all'Economia Aziendale*, CLUEB, Bologna, 1988
- CAPELLI I., *I nuovi strumenti finanziari dopo la riforma del diritto delle società di capitali*, Università dell'Insubria, n. 20/2004
- CAPODAGLIO G., *L'entità del capitale proprio nell'equilibrio dell'impresa*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n. 3 e 4, marzo-aprile 2005
- CARAMIELLO C., *Indici di bilancio: strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, Ipsoa, Milano, 1993
- CARAMIELLO C., *L'azienda, alcune brevi riflessioni introduttive*, Giuffrè, Milano, 1993
- CARAMIELLO C.– LAZZARO F.– FIORI G., *Indici di bilancio. Strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, Giuffrè Editore, Milano 2003
- CARNEVALE C., *La concezione sistemica dell'azienda*, in FABBRINI G. – MONTRONE A. (a cura di), *Economia Aziendale. I fondamenti della disciplina, Volume I*, Franco Angeli, Milano, 2006
- CATTANEO M., *Analisi finanziaria e di bilancio*, Etas Libri, Milano 1973
- CAVALIERI E., *L'economia aziendale e gli studi sull'impresa*, in *Rivista Italiana di Ragioneria ed Economia Aziendale*, gen.-feb.1995
- CECCHERELLI A., *Il linguaggio dei bilanci*, Le Monnier, Firenze, 1970
- CINCOTTI C., *La nuova disciplina dei conferimenti nella s.r.l.*, in *Le società*, n. 12, 2003

- CINCOTTI C., *L'esperienza delle parts bénéficiaires belghe e gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346 C.C.*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, n. 2, 2004
- CODA V.– BRUNETTI G.– BERGAMIN BARBATO M., *Indici di bilancio e flussi finanziari*, Etas Libri, Milano, 1974
- COPELAND T.– WESTON J., *Teoria della finanza e politiche d'impresa*, Egea, Milano, 1994
- COLAVOLPE A., *La nuova disciplina delle categorie di azioni*, in *Le società*, n. 12, 2003
- CORBETTA P., *La ricerca sociale: metodologia e tecniche*, volume II, Il Mulino, Bologna, 2003
- CORBETTA P., *La ricerca sociale: metodologia e tecniche*, volume IV, Il Mulino, Bologna, 2003
- CORIGLIANO R., *Il venture capital*, Bancaria Editrice, Roma, 2001
- DALLOCCHIO M., *Struttura finanziaria: principi fondamentali*, in FORESTIERI G. (a cura di), *Management, Finanza in azienda*, vol. 6, Egea – Università Bocconi Editore, 2005
- D'AMBROSIO C., *I titoli di debito nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Le società*, n. 10, 2003
- DE CECCO M.– NARDOZZI G., *Le tendenze internazionali della finanza: la nuova centralità delle banche*, in *Bancaria, Contributi*, n. 1, 2006
- DEL POZZO A., *Venture capital e creazione di valore nella piccola impresa*, Giappichelli Editore, Torino, 2001
- DE LUCA P., *Il rischio d'azienda al variare dei gradi di leva*, in *Amministrazione & Finanza*, n. 18, 30 settembre 2007
- DE LUCA P., *Il costo del capitale nella gestione d'azienda*, Ipsoa, Milano, 2008
- DEOTTO D., *Trasparenza al test esclusioni*, in *Il Sole 24 Ore*, 27 ottobre 2004
- DI CAGNO N., *Le società commerciali. Aspetti gestionali e contabili*, Cacucci Editore, Bari, 2006
- DI LORENZO A., *La definizione delle piccole e medie imprese: un problema aperto*, in *Rivista italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n. 5-6, maggio-giugno 2009
- DIMUNDO F., *Commento all'art. 2346 c.c.*, in LO CASCIO G. (a cura di), *La riforma del diritto societario, Società per azioni artt. 2346-2379 ter c.c.*, Giuffrè, Milano, 2003

- DI PACE M., *Le opportunità offerte dalle nuove tipologie di azioni*, in *PMI*, n. 5, maggio 2005
- DOMENICHELLI O., *Effetti della riforma del diritto societario civile sulla finanza delle società di capitali*, Quaderno Monografico RIREA n. 24, 2004
- ENGEL E.– ERIKSON M.– MAYDEW E., *Debt-Equity Hybrid Securities*, in *Journal of Accounting Research*, vol. 37, n. 2, USA, 1999
- FARACI F. (a cura di), *Nuovo accordo sul capitale delle banche e riforma del diritto societario*, F. Angeli, Milano, 2007
- FARAG H.– HOMMEL U.– WITT P.– WRIGHT M., *Contracting, monitoring, and exiting venture investments in transitioning economies: a comparative analysis of Eastern European and German markets*, in *Venture Capital*, vol. 6, n. 4, 1 ottobre 2004
- FERRERO G., *Impresa e Management*, Giuffrè, Milano, 1980
- FERRERO G., *Finanza aziendale*, Giuffrè, Milano, 1981
- FERRERO G., *Le analisi di bilancio*, Giuffrè, Milano, 1981
- FERRERO G., *Il controllo finanziario nelle imprese. Strumenti del controllo di sintesi*, Giuffrè Editore, Milano, 1984
- FERRERO G.– DEZZANI F.– PISONI P.– PUDDU L., *Le analisi di bilancio. Indici e flussi*, Giuffrè Editore, Milano, 2003
- FICO D., *Finanziamento dei soci e sottocapitalizzazione della società*, in *Le società*, n. 11, novembre 2006
- FONDAZIONE ARISTEIA, *Profili contabili degli strumenti finanziari ex art.2346, comma sesto C.c.*, documento n. 69, gennaio 2007
- FONDAZIONE LUCA PACIOLI, *La costituzione della S.r.l.*, Circolare n. 10/2003, Documento n. 20 del 6 novembre 2003
- FONDAZIONE LUCA PACIOLI, *Azioni e strumenti finanziari partecipativi*, Circolare n. 13/2003, Documento n. 25 del 16 dicembre 2003
- FONDAZIONE LUCA PACIOLI, *Il finanziamento della società a responsabilità limitata: profili giuridici*, Documento n. 1 dell'11 gennaio 2005
- FORESTIERI G., *Introduzione: il sistema finanziario e lo sviluppo delle imprese*, in FORESTIERI G. (a cura di), *Management, Impresa, banche e mercati finanziari*, vol. 8, Egea – Università Bocconi Editore, Milano, 2005

FRANKEL A.– MONTGOMERY J., *Financial structure: an international perspective*, in *Banking Papers on Economic Activity*, n. 1, 1991

FRANZÈ R., *Le diverse forme di partecipazione al capitale di rischio dell'impresa: profili tributari*, in FORESTIERI G. (a cura di), *Management, Fisco e imprese*, vol. 19, Egea – Università Bocconi Editore, Milano, 2005

FRAU A., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare, Riflessioni sparse in una prospettiva economico-aziendale*, in *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, luglio-agosto, 2006

FUSCO G.– PASCA P., *Verso un sistema bancario e finanziario europeo? Il sistema creditizio francese*, in *Quaderni di Ricerche*, n. 41, Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari Luigi Einaudi.

GAIANI L., *Il nuovo regime dei dividendi percepiti da imprese e società*, in *Forum fiscale*, n. 7/8, luglio-agosto 2004

GAMBINO A., *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Giurisprudenza commerciale*, n. 1, 2002

GERVASONI A., *La quotazione in Borsa*, in GERVASONI A. (a cura di), *Finanziare l'impresa*, Il Sole 24 Ore, Milano, 1999

GERVASONI A.– BECHI A., *I fondi chiusi di private equity nell'esperienza italiana*, Il Mulino, Bologna, 2007

GERVASONI A.– SATTIN F.L., *Private equity e venture capital*, Guerini e Associati, Milano, 2000

GIUNTA F., *Appunti di Economia Aziendale*, Cedam, Padova, 1995

GRANT R. M., *L'analisi strategica per le decisioni aziendali*, Il Mulino, Bologna, 1999

GRASSO G.R.-MALAGOLI S., *Basilea 2, PMI e opportunità per il private equity*, in CARLOTTI M. (a cura di), *Tecniche di private equity*, Egea, Milano, 2006

GROS-PIETRO G.M.– REVIGLIO E.– TORRISI A., *Assetti proprietari e mercati finanziari europei*, Il Mulino, Bologna, 2001

GUATRI L., *Investimenti e politiche finanziarie delle aziende industriali*, Giuffrè, Milano, 1982

GULISANO A., *Quantificare le esigenze finanziarie di un'azienda, una questione «complessa»*, in *Amministrazione e Finanza*, n. 15 e 16, 31 agosto 2007

INCOLLINGO A., *Il fabbisogno finanziario dell'impresa. Aspetti quantitativi e di politica aziendale*, Giuffrè, Milano, 1996

IANNIELLO B., *Patrimoni destinati: la nuova disciplina introdotta dalla riforma societaria*, in *Guida alla contabilità & bilancio*, Il Sole 24 Ore, n. 19, 24 ottobre 2005

IANNOTTA G., *Investment banking e corporate governance*, in FORESTIERI G. (a cura di), *Management, Impresa, banche e mercati finanziari*, vol. 8, Egea – Università Bocconi Editore, Milano, 2005

JENSEN M.C.– MECKLING M.H., *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, n. 3, ottobre 1976

LACCHINI M - TREQUATTRINI R., *Il conferimento delle prestazioni d'opera e di servizi nelle società a responsabilità limitata: profili contabili e valutativi*, in *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, luglio-agosto 2007

LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Il Mulino, Bologna, 2001

LIANG N., *Development of the US Private Equity Market, Presentation at the Workshop on SME Access to Risk Capital Financing Inter-American Development Bank*, 6 febbraio 2001

MAGGI ANDREDAKIS ILIOS, *Un esempio di private equity nel panorama italiano*, in *Amministrazione e finanza*, n. 11, 2005

MAGLIOCCO A.– SANELLI A., *Tassazione e sviluppo del venture capital in Europa e negli Stati Uniti. Modelli fiscali a confronto*, Saggio pubblicato in *Quaderni di Ricerche* n. 48, realizzato nell'ambito della ricerca «Verso un sistema bancario e finanziario europeo?» promossa dall'Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari Luigi Einaudi

MAGLIULO F., *Le categorie di azioni e strumenti finanziari della nuova s.p.a.*, Ipsoa, Milano, 2004

MANDRIOLI L., *La disciplina dei finanziamenti dei soci nelle società di capitali*, in *Le società*, n. 2, febbraio 2006

MAZZOTTA R., *La corporate governance e le performance aziendali*, Franco Angeli, Milano, 2007

MODIGLIANI F.– MILLER M.H., *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, in *American Economic Review*, n. 48, giugno 1958

MONTALENTI P., *La riforma del diritto societario: appunti*, in *Le Società*, n. 12/2002

MONTRONE A., *Elementi di metodologia e determinazioni quantitative d'azienda*, Franco Angeli, Milano, 2000

MONTRONE A., *L'economicità e le condizioni di equilibrio economico dell'impresa*, in FABBRINI G.– MONTRONE A. (a cura di), *Economia Aziendale. I fondamenti della disciplina, Volume I*, Franco Angeli, Milano, 2006

MORO VISCONTI R., *Investimenti in private equity e venture capital: problemi di governance e conflitti tra stakeholders*, in *Banche e banchieri*, n. 1, 2008

MUSAIO A., *La struttura, il contenuto e la forma del bilancio d'esercizio*, in FABBRINI G.– MUSAIO A. (a cura di), *Contabilità e bilancio. Fondamenti e disciplina*, F. Angeli, Milano, 2004

MUSAIO A., *La riforma del diritto societario. Profili economico-aziendali*, Franco Angeli, Milano, 2005

MYERS S. C., *The capital structure puzzle*, in *Journal of finance*, n. 39, luglio 1984

MYERS S. C.– MAJLUF N. J., (1984). *Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have*, in *Journal of Financial Economics*, n. 13, 1984

NARDOZZI G – BALESTRIERI A., *Finanza europea e americana nella competizione tra banche*, Saggio pubblicato in *Quaderni di Ricerche* n. 48, realizzato nell'ambito della ricerca «Verso un sistema bancario e finanziario europeo?» promossa dall'Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari Luigi Einaudi.

NEGRI-CLEMENTI A., *Private equity, investitori in campo*, in *Il Sole 24 Ore*, 14 aprile 2008

NOTARI M., *Problemi aperti in tema di struttura finanziaria della s.p.a., Intervento alla tavola rotonda: Le società e il nuovo diritto al termine del periodo transitorio*, Milano, 20 settembre 2004, in *Le società*, n. 5, 2005

OIC, Documento n. 1, *I principali effetti della riforma del diritto societario sulla redazione del bilancio d'esercizio*, 25 ottobre 2004

OIC, Documento n. 2, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, 2005

OIC, *Guida operativa per la transizione ai principi contabili internazionali (IAS/IFRS)*, Il Sole 24 Ore, 2005

ONETTI A.– PISONI A., *Le relazioni tra industria e finanza in Germania: specificità ed evoluzione nel tempo*, Atti del Convegno AIDEA 2006, *Finanza e industria in Italia*, Roma, Università La Sapienza, 28-29 settembre 2006

ONIDA P., *Economia d'azienda*, Utet, Torino, 1985

PARISOTTO R.– LO PRESTI A., *Contabilizzazione degli strumenti finanziari*, in *Guida alla contabilità & bilancio*, Il Sole 24 Ore, n. 4, 6 marzo 2006

PASTORE P., *Le condizioni di equilibrio finanziario dell'impresa. Fabbisogno di finanziamento e forme di copertura*, in FABBRINI G.– MONTRONE A. (a cura di), *Economia Aziendale. I fondamenti della disciplina, Volume I*, Franco Angeli, Milano, 2006

PAU F., *Private equity per finanziare le pmi*, in *ItaliaOggi*, 21 Marzo 2005

PILCHARD D., *Il proprietary deal flow*, in CARLOTTI M. (a cura di), *Tecniche di private equity*, Egea, Milano, 2006

PISONI P.– BAVA F.– BUSSO D., *Patrimoni e finanziamenti destinati ad uno specifico affare: la disciplina dell'OIC 2*, in *Guida alla contabilità & bilancio*, Il Sole 24 Ore, n. 19, 24 ottobre 2005

PORTALE G.B., *Riforma delle società di capitali e limiti di effettività del diritto nazionale*, in *Le Società*, n. 2bis/2003

PORTER M., *Il vantaggio competitivo*, Edizioni Comunità, Milano, 1987

POSTIGLIONE A., *La nuova disciplina dei finanziamenti dei soci di s.r.l.: dubbi interpretativi e limiti applicativi*, in *Le società*, n. 8, agosto 2007

POTITO L., *L'evanescente confine tra debito e capitale netto*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, gen.-feb. 2009

PROVVIDENZA A.– MEZZATESTA O., *Basilea 2 e i rapporti tra sistema finanziario ed impresa: la qualificazione della dimensione relazionale*, in FARACI F. (a cura di), *Nuovo Accordo sul Capitale delle banche e riforma del diritto societario*, F. Angeli, Milano, 2007

PROVVIDENZA A.– TURRISI G., *La riforma del diritto societario e la promozione di taluni processi di innovazione finanziaria nell'economia delle piccole e medie imprese siciliane*, in FARACI F. (a cura di), *Nuovo Accordo sul Capitale delle banche e riforma del diritto societario*, F. Angeli, Milano, 2007

RAGNI A., *Private equity, l'alternativa all'indebitamento bancario*, in *PMI*, n. 1, gennaio 2003

RAMUNNI F., *Il sistema finanziario del Regno Unito: peculiarità e prospettive*, in *Rivista bancaria*, n. 3, maggio-giugno 2008

RASO E.– BITETTI G., *Brevi riflessioni in ordine al "finanziamento soci" nelle società di capitali*, in *Impresa*, n. 3, 31 marzo 2007

RICCIARDI A., *La disciplina dei conferimenti e delle forme di finanziamento*, in MUSAIO A. (a cura di), *La riforma del diritto societario. Profili economico-aziendali*, F. Angeli, Milano, 2005

RICCIARDI A., *Modello organizzativo per sostenere la competitività delle Pmi italiane*, in *Amministrazione & Finanza*, n. 22, 30 novembre 2008

RICCIARDI A., *La gestione finanziaria delle Pmi: criticità e possibili soluzioni*, in *Amministrazione & Finanza*, n. 1, gennaio 2009

RICCIARDI A., *Le soluzioni alle criticità finanziarie delle piccole imprese*, in *Amministrazione & Finanza*, n. 2, febbraio 2009

RICCIARDI A., *L'impatto di Basilea 2 sulla gestione finanziaria delle imprese: rischi e opportunità*, in *Amministrazione & Finanza*, n. 4, aprile 2009

RICCIARDI A., *S.p.A. e S.r.l.: conferimenti e forme di finanziamento*, Insetto in *Amministrazione & Finanza*, n. 7, luglio 2009

RIGO C., *Le financement des entreprises par capital-risque*, Banque Nationale de Belgique, Working Paper n. 13, febbraio 2001

RIZZI L.– TOSTI E., *Patrimoni e finanziamenti destinati ad uno specifico affare*, in *PMI*, n. 12, dicembre 2003

RUBINO F.– RIJA M., *La gestione come sistema di operazioni e sistemi di valori*, in FABBRINI G.– MONTRONE A. (a cura di), *Economia Aziendale. I fondamenti della disciplina, Volume I*, Franco Angeli, Milano, 2006

RUSSO A.– DE ROSE L.– BIANCO A., *Operazioni di «private equity» come strumento per lo sviluppo dell'impresa*, in *Guida alla contabilità e al bilancio*, Il Sole 24 Ore, n. 10, 29 maggio 2006

SALAFIA V., *Il nuovo modello di società a responsabilità limitata*, in *Le società*, n. 1, 2003

SALAFIA V., *Il conferimento di opere e servizi secondo la riforma societaria*, in *Le società*, n. 12, 2003

SCARABINO R., *Gli strumenti finanziari partecipativi*, Editrice Le Fonti, Milano, 2006

SCETTRI S., *Patrimoni e finanziamenti destinati ad uno specifico affare: aspetti contabili*, in *Guida alla contabilità & bilancio*, Il Sole 24 Ore, n. 6, 3 aprile 2006

SCIANDRA L., *Finanza per la crescita: opportunità e criticità delle recenti riforme*, in *Rapporto ISAE, Priorità nazionali. Ambiente normativo, imprese, competitività*, Collana "I temi dei Rapporti dell'ISAE", giugno 2007

SEBASTIANELLI M., *Finanziamenti dei soci nelle s.r.l.: problematiche applicative*, in *Amministrazione & Finanza*, n. 19, 15 ottobre 2007

SICOLI G., *I conti d'ordine*, in FABBRINI G.– MUSAIO A. (a cura di), *Contabilità e bilancio. Fondamenti e disciplina*, F. Angeli, Milano, 2004

SILVESTRI A., *Il patrimonio netto*, in FABBRINI G.– MUSAIO A. (a cura di), *Contabilità e bilancio. Fondamenti e disciplina*, F. Angeli, Milano, 2004

- SIRONI M., *Strumenti finanziari partecipativi: aspetti contabili e di bilancio*, in *Guida alla contabilità & bilancio*, Il Sole 24 Ore, n.11, 10 giugno 2008
- SIRONI M., *Strumenti finanziari partecipativi: aspetti fiscali*, in *Guida alla contabilità & bilancio*, Il Sole 24 Ore, n. 14-15, 14 agosto 2008
- SOSTERO U.– FERRARESE P., *Analisi di bilancio*, Giuffrè Editore, Milano 2000
- STEDLER H. R.– PETERS H. H., *Business angels in Germany: an empirical study*, in *Venture Capital*, vol. 5, n. 3, 1 luglio 2003
- STEIN J., *Rational Capital Budgeting in an Irrational World*, in *Journal of Business*, n. 69, 1996
- STEINHER A.– HUVENEERS C., *On the performance of differently regulated financial institution: some empirical evidence*, in *Journal of Banking and Finance*, n. 18, 1994
- STELLA RICHTER M. jr, *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, in *Rivista delle società*, n. 5, settembre-ottobre 2005
- TERZANI S., *Il sistema dei bilanci*, Franco Angeli, Milano, 2002
- TOMASCHÙ A., *Gli aspetti fiscali*, in GERVASONI A.– SATTIN F.L., *Private equity e venture capital*, Guerini e Associati, Milano, 2000
- TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni*, in *Rivista delle società*, fascicolo 5, settembre-ottobre 2004
- TOMBARI U., *Strumenti finanziari “partecipativi” (art. 2346, ultimo comma, C.C.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in G. GIANNELLI (a cura di), *Gli strumenti finanziari nella riforma della società di capitali*, in *Rivista del Diritto Commerciale*, n. 1-2-3, gen.-feb.-mar. 2006
- TURCO M., *Aspetti giuridici e contabili degli strumenti finanziari partecipativi*, Quaderno Monografico RIREA n. 34, 2005
- VENUTI M., *Gli strumenti finanziari partecipativi iscritti nel netto in ipotesi limitate*, in *ItaliaOggi*, 20 gennaio 2009
- VIETTI M., *Le linee guida della riforma del diritto societario*, in *Le Società*, n. 2bis/2003
- WANG S.– MA J., *Comparison of Bank-Oriented or Market-Oriented Financial System and Inspiration*, in *Asian Social Science*, vol. 5, n. 8, Agosto 2009
- ZANDA G., *La grande impresa*, Giuffrè Editore, Milano 1974

ZAPPA G., *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Tomo II, Giuffrè, Milano, 1957

ZOPPINI A., *La nuova disciplina dei finanziamenti dei soci nella società a responsabilità limitata e i prestiti provenienti da "terzi"*, in *Rivista di diritto privato*, n. 2, 2004

SITOGRAFIA

www.afic-data.com

www.aifi.it

www.ambbruxelles.esteri.it

www.assiom.it

www.borsaitaliana.it

www.bvca.co.uk

www.bvkap.de

www.docstoc.com

www.evca.eu

www.finanzaediritto.it

www.ilsole24ore.com

www.italiaoggi.it

www.milanofinanza.it

www.nvca.org

www.oseo.fr

www.privateequitymonitor.it

www.pwcmoneytree.com

ALLEGATI

ALLEGATO 1

QUESTIONARIO. GLI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI

(Il questionario è strutturato in due sezioni: la prima riguarda l'emissione di strumenti finanziari partecipativi; la seconda riguarda la sottoscrizione degli stessi.

Si chiede cortesemente di segnare la risposta digitando una "x" nella colonna a destra)

SOCIETÀ:	
SEDE:	
La società è quotata in Borsa?	
- sì	
- no	
La società ha emesso o sottoscritto strumenti finanziari partecipativi?	
- Sì, la società ha emesso strumenti finanziari partecipativi (segue domanda n. 1.1, Sezione I)	
- No, la società non ha emesso strumenti finanziari partecipativi (segue domanda n. 1.2, Sezione I)	
- Sì, la società ha sottoscritto strumenti finanziari partecipativi (segue domanda n. 2.1, Sezione II)	
- No, la società non ha sottoscritto strumenti finanziari partecipativi (segue domanda n. 2.2, Sezione II)	
SEZIONE I	
1.1) Se sì, qual è la motivazione che ha influenzato maggiormente la decisione di emettere strumenti finanziari partecipativi?	
- ampliare la possibilità di ottenere finanziamenti	
- si ha una buona conoscenza delle caratteristiche di questi strumenti e, quindi, per i vantaggi che essi presentano	
- non si ha ancora un'adeguata conoscenza delle caratteristiche di questi strumenti e si sta «vivendo» una fase sperimentale	
- esclusivamente per l'apporto di opere e servizi	
- per risolvere i problemi legati al «passaggio generazionale»	
- per realizzare, in particolare, operazioni di <i>private equity</i>	
- altro, (specificare.....)	
(segue domanda n. 1.4)	
1.2) Se no, qual è la motivazione che ha influenzato maggiormente la decisione di non emettere strumenti finanziari partecipativi?	
- non si conoscono gli strumenti finanziari partecipativi	
- non si ha bisogno di ulteriori finanziamenti	
- non si ritengono strumenti validi	
- difficoltà a trovare sottoscrittori	
- si sta valutando la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi nel prossimo futuro (segue domanda n. 1.3)	
- altro, (specificare.....)	

1.3) Quali sono le motivazioni che inducono a valutare la possibilità di emissione di strumenti finanziari partecipativi?	
- ampliare la possibilità di ottenere finanziamenti	
- per i vantaggi che essi presentano	
- esclusivamente per l'apporto di opere e servizi	
- per poter realizzare operazioni di <i>private equity</i>	
- altro, (specificare.....)	
(segue domanda n. 1.4)	
1.4) Quale organo si occupa (o si occuperà) dell'emissione di strumenti finanziari partecipativi?	
- Assemblea dei soci	
- Organo amministrativo	
- altro, (specificare.....)	
1.5) Gli strumenti finanziari partecipativi emessi sono destinati alla circolazione?	
- sì	
- no	
1.6) Gli strumenti finanziari partecipativi emessi sono stati sottoscritti:	
- da soci	
- da terzi	
- sia da soci che da terzi	
1.7) Che tipo di apporto è stato ricevuto dai sottoscrittori?	
- denaro	
- beni in natura	
- crediti	
- prestazioni d'opera e servizi	
- altro, (specificare.....)	
1.8) Esiste l'obbligo di restituzione ai sottoscrittori dell'apporto ricevuto?	
- Sì, per tutti gli strumenti finanziari partecipativi emessi	
- Solo per una parte degli strumenti finanziari partecipativi emessi	
- No	
1.9) Quali diritti patrimoniali sono stati attribuiti ai sottoscrittori?	
1.10) Quali diritti amministrativi sono stati attribuiti ai sottoscrittori?	

SEZIONE II

2.1) Se sì, qual è la motivazione che ha influenzato maggiormente la decisione di sottoscrivere strumenti finanziari partecipativi?	
- per finanziare imprese che si ritengono particolarmente interessanti, sfruttando allo stesso tempo i vantaggi che questi strumenti offrono	
- per fornire il necessario supporto a società che si trovano ad affrontare i problemi legati al «passaggio generazionale»	
- per realizzare, in particolare, operazioni di <i>private equity</i>	
- altro, (specificare.....)	
(segue domanda n. 2.4)	
2.2) Se no, qual è la motivazione che ha influenzato maggiormente la decisione di non sottoscrivere strumenti finanziari partecipativi?	
- non si conoscono gli strumenti finanziari partecipativi	
- non si ritengono strumenti validi	
- le società «da finanziare» mostrano particolare diffidenza verso questi strumenti	
- si sta valutando la possibilità di sottoscrivere strumenti finanziari partecipativi nel prossimo futuro (segue domanda n. 2.3)	
- altro, (specificare.....)	
2.3) Quali sono le motivazioni che inducono a valutare la possibilità di sottoscrivere strumenti finanziari partecipativi?	
- per i vantaggi che essi presentano	
- per poter realizzare operazioni di <i>private equity</i>	
- altro, (specificare.....)	
(segue domanda n. 2.4)	
2.4) Gli strumenti finanziari partecipativi sottoscritti sono destinati alla circolazione?	
- sì	
- no	
2.5) Che tipo di apporto è stato sottoscritto?	
- denaro	
- beni in natura	
- crediti	
- prestazioni d'opera e servizi	
- altro, (specificare.....)	
2.6) Esiste l'obbligo di restituzione di quanto apportato?	
- Sì, per tutti gli strumenti finanziari partecipativi sottoscritti	
- Solo per una parte degli strumenti finanziari partecipativi sottoscritti	
- No	
2.7) Quali diritti patrimoniali sono stati attribuiti?	

2.8) Quali diritti amministrativi sono stati attribuiti?

Si ringrazia per la collaborazione.

ALLEGATO 2

Il campione³⁶²

	Società	Regione	Quotata
1	A.S. Roma S.p.A.	Lazio	si
2	Abb Energy Automation S.p.A.	Liguria	no
3	Abet Laminati S.p.A.	Piemonte	no
4	Acciaieria Rubiera S.p.A.	Emilia Romagna	no
5	Acea S.p.A.	Lazio	si
6	Adar S.p.A.	Umbria	no
7	Aedes S.p.A.	Lombardia	si
8	Aeffe S.p.A.	Emilia Romagna	si
9	Albini & Pitigliani S.p.A.	Veneto	no
10	Alenia Aeronavali S.p.A.	Veneto	no
11	Alfatherm S.p.A.	Lombardia	no
12	Alitalia Airport S.p.A.	Lazio	no
13	Alival S.p.A.	Toscana	no
14	Alpes-Inox S.p.A.	Veneto	no
15	Annoni S.p.A.	Emilia Romagna	no
16	Antibioticos S.p.A.	Lombardia	no
17	Antonio Petti S.p.A.	Campania	no
18	Apulia Pronto Prestito S.p.A.	Puglia	si
19	Arcalgas Energie S.p.A.	Lombardia	no
20	Artinox S.p.A.	Veneto	no
21	Assicurazioni Generali S.p.A.	Friuli Venezia Giulia	si
22	Atahotels S.p.A.	Lombardia	no
23	Atim S.p.A.	Lombardia	no
24	Autovie Venete S.p.A.	Friuli Venezia Giulia	no
25	Az. Olearia Valpesana S.p.A.	Toscana	no
26	Banca Carige S.p.A.	Liguria	si
27	Banca Finnat S.p.A.	Lazio	si
28	Banca Generali S.p.A.	Friuli Venezia Giulia	si
29	Banca Ifis S.p.A.	Veneto	si
30	Banca Intermobiliare S.p.A.	Piemonte	si
31	Banca Italease S.p.A.	Lombardia	si
32	Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.	Toscana	si
33	Banca popolare dell'Emilia Romagna S.p.A.	Emilia Romagna	si
34	Banca popolare dell'Etruria e del Lazio S.p.A.	Lazio	si
35	Banca popolare di Milano S.p.A.	Lombardia	si
36	Banca popolare di Sondrio S.p.A.	Lombardia	si
37	Banca popolare di Spoleto S.p.A.	Umbria	si
38	Banca Profilo S.p.A.	Lombardia	si

³⁶² Le società sono elencate in ordine alfabetico

	Società	Regione	Quotata
39	Banco di Desio e della Brianza S.p.A.	Lombardia	si
40	Banco di Sardegna S.p.A.	Sardegna	si
41	Banco Popolare S.p.A.	Veneto	si
42	Bcs S.p.A.	Lombardia	no
43	Becton Dickinson Italia S.p.A.	Lombardia	no
44	Beghelli S.p.A.	Emilia Romagna	si
45	Bellotti S.p.A.	Lombardia	no
46	Bentini S.p.A.	Emilia Romagna	no
47	Bertani Trasporti S.p.A.	Lombardia	no
48	Bialetti Industrie S.p.A.	Lombardia	si
49	Bitolea S.p.A.	Lombardia	no
50	Black & Decker S.p.A.	Lombardia	no
51	Blockbuster S.p.A.	Lombardia	no
52	Bofrost S.p.A.	Friuli Venezia Giulia	no
53	Bonaldi Motori S.p.A.	Lombardia	no
54	Bonferraro S.p.A.	Veneto	no
55	Bormioli Luigi S.p.A.	Emilia Romagna	no
56	Bottero S.p.A.	Piemonte	no
57	Bpb Italia S.p.A.	Lombardia	no
58	Breton S.p.A.	Veneto	no
59	C.F. Gomma S.p.A.	Lombardia	no
60	C.I.P.A.C. S.p.A.	Lazio	no
61	C.O.B.O. S.p.A.	Lombardia	no
62	C3 S.p.A.	Lombardia	no
63	Cafè do Brasil S.p.A.	Campania	no
64	Caimi Export 2 S.p.A.	Marche	no
65	Caimi Export S.p.A.	Lombardia	no
66	Cairo Communication S.p.A.	Lombardia	no
67	Camar S.p.A.	Lombardia	no
68	Cartiera Carmignano S.p.A.	Veneto	no
69	Catas S.p.A.	Friuli Venezia Giulia	no
70	Cattolica Assicurazione S.p.A.	Lombardia	si
71	Ce.Di.Sisa Calabria S.p.A.	Calabria	no
72	Ceam Amadeo S.p.A.	Lombardia	no
73	Cedacri S.p.A.	Emilia Romagna	no
74	Cementerie Barbetti S.p.A.	Umbria	no
75	Centrale Latte Roma S.p.A.	Lazio	no
76	Ceramiche Caesar S.p.A.	Emilia Romagna	no
77	Cereal Docks S.p.A.	Veneto	no
78	Cisa S.p.A.	Emilia Romagna	no
79	Cisalпина Tours S.p.A.	Piemonte	no
80	Citterio Giulio S.p.A.	Lombardia	no
81	Citterio Line S.p.A.	Lombardia	no
82	Climaveneta S.p.A.	Veneto	no

	Società	Regione	Quotata
83	Cognis S.p.A.	Lombardia	no
84	Colla S.p.A.	Emilia Romagna	no
85	Colorobbia Italia S.p.A.	Toscana	no
86	Colt Terlecom S.p.A.	Lombardia	no
87	Comital Saiag S.p.A.	Piemonte	no
88	Compagnucci S.p.A.	Marche	no
89	Consip S.p.A.	Lazio	no
90	Conter S.p.A.	Lombardia	no
91	Corneliani S.p.A.	Lombardia	no
92	Cosma S.p.A.	Toscana	no
93	Cotonificio Albini S.p.A.	Lombardia	no
94	Cremonini S.p.A.	Emilia Romagna	no
95	Ctq S.p.A.	Toscana	no
96	Dab Pumps S.p.A.	Veneto	no
97	De Bona S.p.A.	Veneto	no
98	De Rigo Vision S.p.A.	Veneto	no
99	Deg Italia S.p.A.	Toscana	no
100	Denicar S.p.A.	Lombardia	no
101	Dezi Legnami S.p.A.	Toscana	no
102	Dierre S.p.A.	Piemonte	no
103	Dimo S.p.A.	Piemonte	no
104	Disano Illuminazione S.p.A.	Veneto	no
105	Durante & Vivian S.p.A.	Friuli Venezia Giulia	no
106	E. Mollica Medic. S.p.A.	Sicilia	no
107	Edilfriuli S.p.A.	Friuli Venezia Giulia	no
108	Eigenmann Veronelli S.p.A.	Lombardia	no
109	Elettroimpianti S.p.A.	Friuli Venezia Giulia	no
110	Elettroingross S.p.A.	Veneto	no
111	Emak S.p.A.	Emilia Romagna	si
112	Emilceramica S.p.A.	Emilia Romagna	no
113	Energas S.p.A.	Campania	no
114	Energia e Territorio S.p.A.	Piemonte	no
115	Equipe S.p.A.	Marche	no
116	Esperia S.p.A.	Lombardia	no
117	Euricom S.p.A.	Piemonte	no
118	Eurosanità S.p.A.	Lazio	no
119	Eurotranciatrice S.p.A.	Lombardia	no
120	Faba Sirma S.p.A.	Emilia Romagna	no
121	Fabio Perini S.p.A.	Toscana	no
122	Fadalti S.p.A.	Friuli Venezia Giulia	no
123	Fagioli S.p.A.	Emilia Romagna	no
124	Falmec S.p.A.	Veneto	no
125	Fantoni S.p.A.	Friuli Venezia Giulia	no
126	Farid Industrie S.p.A.	Piemonte	no

	Società	Regione	Quotata
127	Fassina S.p.A.	Lombardia	no
128	Fastlog S.p.A.	Lombardia	no
129	Febo S.p.A.	Toscana	no
130	Ferrari Agostino S.p.A.	Toscana	no
131	Ferrarini S.p.A.	Emilia Romagna	no
132	Ferremi Battista S.p.A.	Lombardia	no
133	Ferrosider S.p.A.	Lombardia	no
134	Ferrovie dello Stato S.p.A.	Lazio	no
135	Fieramosca S.p.A.	Marche	no
136	Fintecna S.p.A.	Lazio	no
137	Fis S.p.A.	Veneto	no
138	Fnac Italia S.p.A.	Campania	no
139	Forall Confezioni S.p.A.	Veneto	no
140	Formenti e Giovenzana S.p.A.	Lombardia	no
141	Fornari S.p.A.	Marche	no
142	Forship S.p.A.	Liguria	no
143	Franke S.p.A.	Veneto	no
144	Fratelli Giacomel S.p.A.	Lombardia	no
145	Fratelli Martelli S.p.A.	Lombardia	no
146	Ge.Si. S.p.A.	Lombardia	no
147	Gennaro Auricchio S.p.A.	Lombardia	no
148	Goglio Luigi Milano S.p.A.	Lombardia	no
149	Grandi Stazioni S.p.A.	Lazio	no
150	Granitifiandre S.p.A.	Emilia Romagna	si
151	Granmilano S.p.A.	Lombardia	no
152	Gruppo Confalonieri S.p.A.	Lombardia	no
153	Gruppo Italiano Vini S.p.A.	Veneto	no
154	Gruppo Mutuonline S.p.A.	Lombardia	si
155	Gruppo Trombini S.p.A.	Piemonte	no
156	Icro Coatings S.p.A.	Veneto	no
157	Idrocentro S.p.A.	Piemonte	no
158	Ilcam S.p.A.	Friuli Venezia Giulia	no
159	Ilte S.p.A.	Piemonte	no
160	Imetec S.p.A.	Lombardia	no
161	Immobiliare Lombarda S.p.A.	Lombardia	no
162	Imola Legno S.p.A.	Emilia Romagna	no
163	Impr. Costruzioni G. Maltauro S.p.A.	Veneto	no
164	Ind. Ghinzelli Marino S.p.A.	Lombardia	no
165	Industrial Cars S.p.A.	Veneto	no
166	Industrie Bitossi S.p.A.	Toscana	no
167	Industrie Ilpea S.p.A.	Lombardia	no
168	Ingross Levante S.p.A.	Puglia	no
169	Intersport Italia S.p.A.	Emilia Romagna	no
170	Investimenti e Sviluppo S.p.A.	Lazio	si

	Società	Regione	Quotata
171	Ires S.p.A.	Veneto	no
172	Isa S.p.A.	Umbria	no
173	Isopan S.p.A.	Lazio	no
174	Ispadue S.p.A.	Friuli Venezia Giulia	no
175	Isringhausen S.p.A.	Piemonte	no
176	Italdoor S.p.A.	Veneto	no
177	Italferro S.p.A.	Emilia Romagna	no
178	Italgros S.p.A.	Lombardia	no
179	Italia Zuccheri S.p.A.	Emilia Romagna	no
180	Italtrading S.p.A.	Lombardia	no
181	Italtrans S.p.A.	Lombardia	no
182	Iwbank S.p.A.	Lombardia	si
183	Jcb S.p.A.	Lombardia	no
184	Junior 2 S.p.A.	Veneto	no
185	Kpmg Business S.p.A.	Lombardia	no
186	L&S S.p.A.	Friuli Venezia Giulia	no
187	L.I.C.AR. International S.p.A.	Friuli Venezia Giulia	no
188	Labocos S.p.A.	Lombardia	no
189	Lampogas S.p.A.	Emilia Romagna	no
190	Landi Renzo S.p.A.	Emilia Romagna	si
191	Lat-Bri S.p.A.	Lombardia	no
192	Legnoflex S.p.A.	Friuli Venezia Giulia	no
193	Legnoquattro S.p.A.	Lombardia	no
194	Lodauto S.p.A.	Lombardia	no
195	Lombardo S.p.A.	Friuli Venezia Giulia	no
196	Lotto Sport Italia S.p.A.	Veneto	no
197	Luisa Spagnoli S.p.A.	Umbria	no
198	M. Guarnier S.p.A.	Veneto	no
199	Maggiore Rent S.p.A.	Lazio	no
200	Malesci Ist. Farm. S.p.A.	Toscana	no
201	Mangement & Capitali S.p.A.	Piemonte	si
202	Manuli Film S.p.A.	Campania	no
203	Manuli Strecth S.p.A.	Lazio	no
204	Marchiol S.p.A.	Veneto	no
205	Margaritelli Italia S.p.A.	Umbria	no
206	Marini S.p.A.	Emilia Romagna	no
207	Marmo Arredo S.p.A.	Friuli Venezia Giulia	no
208	Master S.p.A.	Toscana	no
209	Mediobanca S.p.A.	Lombardia	si
210	Mediolanum S.p.A.	Lombardia	si
211	Medusa Film S.p.A.	Lazio	no
212	Meriatat Italia S.p.A.	Lombardia	no
213	Merlo Ercole S.p.A.	Lombardia	no
214	Microtecnica S.p.A.	Piemonte	no

	Società	Regione	Quotata
215	Mida 3 S.p.A.	Campania	no
216	Milano Assicurazioni S.p.A.	Lombardia	si
217	Molino Alimonti S.p.A.	Abruzzo	no
218	Mondo S.p.A.	Piemonte	no
219	Monfer S.p.A.	Lombardia	no
220	Monini S.p.A.	Umbria	no
221	Montefibre S.p.A.	Lombardia	si
222	Morotti S.p.A.	Piemonte	no
223	Mp Facility S.p.A.	Lombardia	no
224	Muzzin S.p.A.	Friuli Venezia Giulia	no
225	Neos S.p.A.	Lombardia	no
226	Nice S.p.A.	Veneto	si
227	Nicos International S.p.A.	Veneto	no
228	Nital S.p.A.	Piemonte	no
229	Nooxyd S.p.A.	Lombardia	no
230	Nova S.p.A.	Toscana	no
231	Nrg Italia S.p.A.	Lombardia	no
232	Officine Brennero S.p.A.	Trentino Alto Adige	no
233	Officine e Smalterie Vicentine S.p.A.	Veneto	no
234	Officine Vica S.p.A.	Piemonte	no
235	Olidata S.p.A.	Emilia Romagna	si
236	Omc S.p.A.	Friuli Venezia Giulia	no
237	Omge S.p.A.	Lombardia	no
238	Omron Electronics S.p.A.	Lombardia	no
239	Omya S.p.A.	Lombardia	no
240	Orogel S.p.A.	Emilia Romagna	no
241	Otis S.p.A.	Piemonte	no
242	Pamar S.p.A.	Lombardia	no
243	Peg Perego S.p.A.	Lombardia	no
244	Penta S.p.A.	Friuli Venezia Giulia	no
245	Perin S.p.A.	Veneto	no
246	Pershing S.p.A.	Marche	no
247	Piazza Italia S.p.A.	Campania	no
248	Pieffe Union S.p.A.	Veneto	no
249	Pompea S.p.A.	Lombardia	no
250	Pozzi Ferramenta S.p.A.	Lombardia	no
251	Pozzoni S.p.A.	Lombardia	no
252	Premafin Finanziaria S.p.A.	Lazio	si
253	Profumerie Douglas S.p.A.	Veneto	no
254	Progetto S.p.A.	Piemonte	no
255	Radici Film S.p.A.	Friuli Venezia Giulia	no
256	Rag-All S.p.A.	Marche	no
257	Ravago Italia S.p.A.	Lombardia	no
258	Rdb S.p.A.	Emilia Romagna	si

	Società	Regione	Quotata
259	Redaelli Tecna S.p.A.	Lombardia	no
260	Restiani S.p.A.	Piemonte	no
261	Rft S.p.A.	Piemonte	no
262	Ri.Tra.Ma. S.p.A.	Lombardia	no
263	Riso Scotti S.p.A.	Lombardia	no
264	Roberto Abate S.p.A.	Sicilia	no
265	Romeo Gestioni S.p.A.	Campania	no
266	Ronda S.p.A.	Veneto	no
267	Rotolito Lombarda S.p.A.	Lombardia	no
268	S.A.C.A.I.M. S.p.A.	Veneto	no
269	S.Polo Lamiere S.p.A.	Emilia Romagna	no
270	Sacmi Forni S.p.A.	Emilia Romagna	no
271	Salice Arturo S.p.A.	Lombardia	no
272	Salvagnini Italia S.p.A.	Veneto	no
273	Sanac S.p.A.	Lombardia	no
274	Santarossa S.p.A.	Friuli Venezia Giulia	no
275	Sassi F.lli S.p.A.	Emilia Romagna	no
276	Scapa Italia S.p.A.	Piemonte	no
277	Scilm S.p.A.	Veneto	no
278	Sedamyl S.p.A.	Piemonte	no
279	Segafredo Zanetti S.p.A.	Emilia Romagna	no
280	Seima Italiana S.p.A.	Friuli Venezia Giulia	no
281	Sertubi S.p.A.	Friuli Venezia Giulia	no
282	Servizi Italia S.p.A.	Emilia Romagna	si
283	Sesto Autoveicoli S.p.A.	Lombardia	no
284	Seven S.p.A.	Trentino Alto Adige	no
285	Sf Packaging S.p.A.	Veneto	no
286	Siac S.p.A.	Lombardia	no
287	Siciliani S.p.A.	Puglia	no
288	Siemens Informatica S.p.A.	Emilia Romagna	no
289	Sifte – Berti S.p.A.	Lombardia	no
290	Sige S.p.A.	Marche	no
291	Sinco S.p.A.	Friuli Venezia Giulia	no
292	Sisme S.p.A.	Lombardia	no
293	Snaidero S.p.A.	Friuli Venezia Giulia	no
294	Socogas S.p.A.	Emilia Romagna	no
295	Spreacifico S.p.A.	Lombardia	no
296	Spumador S.p.A.	Lombardia	no
297	Ssl Healthcare Italia S.p.A.	Piemonte	no
298	Staff International S.p.A.	Veneto	no
299	Steel S.p.A.	Emilia Romagna	no
300	Stefanel S.p.A.	Veneto	si
301	Stelliferi & Itavex S.p.A.	Lazio	no
302	Strada dei Parchi S.p.A.	Lazio	no

	Società	Regione	Quotata
303	Suincom S.p.A.	Emilia Romagna	no
304	Sun Microsystems S.p.A.	Lombardia	no
305	Supermercati Cadoro S.p.A.	Veneto	no
306	System Holz S.p.A.	Lombardia	no
307	Tabu S.p.A.	Lombardia	no
308	Tamoil raffinazione S.p.A.	Lombardia	no
309	Tampieri S.p.A.	Emilia Romagna	no
310	Tca S.p.A.	Toscana	no
311	Technicolor S.p.A.	Lazio	no
312	Telecom Italia Media S.p.A.	Lazio	si
313	Teorema Tour S.p.A.	Lombardia	no
314	Timbex S.p.A.	Friuli Venezia Giulia	no
315	Toscana Fiscana	Toscana	si
316	Trafilerie Alluminio Alexia S.p.A.	Lombardia	no
317	Unicredit S.p.A.	Emilia Romagna	si
318	Unipol S.p.A.	Emilia Romagna	si
319	Unione di Banche Italiane S.p.A.	Lombardia	si
320	Uno-A-Erre Italia S.p.A.	Toscana	no
321	Veneta Cucine S.p.A.	Veneto	no
322	Venus S.p.A.	Lombardia	no
323	Vianini Lavori S.p.A.	Lazio	si
324	Vibo S.p.A.	Veneto	no
325	Vicentini S.p.A.	Veneto	no
326	Vitrociset S.p.A.	Lazio	no
327	Volpato Industrie S.p.A.	Veneto	no
328	Volvo Italia S.p.A.	Lombardia	no
329	Zucchi S.p.A.	Lombardia	si
330	Zoogamma S.p.A.	Lombardia	no